

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 | Hacia una reforma tributaria integral

## actualidad económica

7 | Fusiones y adquisiciones bancarias en Colombia:  
una propuesta de reforma financiera  
*Sergio Clavijo y Camila Salamanca*

20 | Eficiencia bancaria en Colombia:  
nueva evidencia para el período poscrisis bancaria  
*Germán Montoya y Camilo Rizo*

30 | El desempleo y la inflación de largo plazo:  
relaciones de equilibrio en Colombia  
*Rogelio A. Rodríguez*

35 | Los mitos alrededor del precio  
de la gasolina en Colombia  
*Alejandro Vera*

43 | El TLC andino en el contexto de Colombia  
*Hernán Vallejo*

## notas destacadas de Anif

51 | Crónica de burbujas especulativas  
anunciadas y sus correctivos

54 | El Tratado de Libre Comercio (TLC)  
con Estados Unidos: oportunidad  
para el despegue económico

57 | Las elecciones presidenciales de  
mayo de 2006 y la agenda económica

## entrevista

62 | Entrevista al ministro de Comercio Exterior  
Jorge Humberto Botero  
Nuestro “hombre del renacimiento”

## torre de marfil

66 | La elusiva búsqueda del crecimiento económico  
*escrito por William Easterly*  
*Comentado por Sergio Clavijo*

# Eficiencia bancaria en Colombia:

nueva evidencia para el período poscrisis bancaria

---

**Germán Montoya  
y Camilo Rizo\***

## **I. Introducción**

Durante los últimos años la estructura de la industria bancaria ha sido objeto de constantes transformaciones. Esta tendencia, que se ha acentuado en el ámbito mundial, ha sido una respuesta ante los cambios significativos que se han venido dando en materia de regulación así como ante los crecientes avances registrados en procesos de innovación y desarrollo tecnológico, lo cual ha ido de la mano con el deseo de aumentar los niveles de eficiencia. En esta dirección, varios estudios tanto a nivel nacional como internacional han abordado este último tema con el deseo de observar cuáles han sido las ganancias y/o pérdidas de eficiencia resultado de diferentes coyunturas y vicisitudes económicas. En Colombia, y en particular durante la segunda mitad de la década del noventa, el sistema financiero atravesó por una de sus más profundas crisis, con resultados adversos en sus niveles de eficiencia, los cuales llegaron a poner en riesgo

la continuidad de muchos establecimientos financieros.

Bajo este contexto, el objetivo de este artículo es presentar los resultados de la estimación econométrica de la eficiencia en la banca en Colombia. Esta estimación se realizó para el período 1994-2005 con base en información trimestral para treinta bancos colombianos. Se utilizó el enfoque de frontera estocástica que toma una forma funcional tipo translogarítmica para la función de costos. Adicionalmente se analizan los cambios en los niveles de eficiencia de algunas entidades durante el período de estudio que han mantenido cierta especialización en un determinado tipo de cartera.

## **II. Eficiencia en el sector bancario colombiano**

### **A. Conceptos de eficiencia y metodologías utilizadas en la literatura**

La noción de eficiencia es un concepto que abarca varias dimen-

siones. Por un lado, se tienen los conceptos de eficiencia de escala y de alcance. Así, una firma es eficiente si está operando en un nivel de planta óptimo (eficiencia de escala) o produce una combinación óptima de productos (eficiencia de alcance), dados los precios de los insumos. El otro concepto es el de eficiencia-X, que se refiere a la eficiencia técnica, en la cual una firma es eficiente en costos si los minimiza dada una cantidad de producto y es eficiente en beneficios si los maximiza para una combinación dada de

---

\* Investigadores de la Asociación Nacional de Instituciones Financieras de Colombia (Anif). Este documento sintetiza el tercer capítulo del estudio que realizó Anif para el Ministerio de Hacienda de Colombia, el cual contó con el apoyo financiero de USAID. Agradecemos los comentarios y sugerencias de Natalia Salazar, los cuales fueron de gran ayuda en la elaboración de este documento. Sin embargo, la responsabilidad sobre lo aquí expresado es exclusiva de Anif. Email: gmontoya@anif.com.co

insumos y productos. En este último caso, el tamaño y la tecnología están dados. Por supuesto, diversos conceptos conducen a diferentes formas de medir la eficiencia.

En la literatura empírica hay varios métodos para estimar la eficiencia técnica, los cuales se pueden agrupar en métodos paramétricos y no paramétricos, siendo los primeros los más utilizados. La principal característica de los métodos paramétricos es que asignan una forma funcional a la función de costos (o beneficios), ya sea una Cobb Douglas, Translogarítmica o Flexible de Fourier, estableciendo una relación entre cantidades y precios de productos e insumos.<sup>1</sup>

Bajo este enfoque, las firmas se dividen entre aquellas que por sus indicadores históricos aparecen como las más eficientes y aquellas menos eficientes. En este caso se supone que la frontera de costos del grupo de bancos más eficientes es la óptima. La diferencia entre los costos de cada banco del grupo de menor desempeño en relación a la frontera "óptima" refleja su nivel de ineficiencia.

El enfoque de frontera estocástica estima econométricamente una función de costos (o beneficios) para todos los bancos. Los errores de la regresión capturan, de una parte, la ineficiencia de la firma y, de otra parte, los choques puramente aleatorios. La descomposición del error en estos dos componentes es lo que permite obtener una medida de eficiencia para cada una de las firmas.

Por su parte, el enfoque DFA no se detiene en la descomposición del término aleatorio, pues supone que la totalidad del error captura la ineficiencia de la firma. En otras palabras, se supone que el error aleatorio tiene un promedio de cero en el período de estudio. La medida de eficiencia obtenida es relativa, pues se mide en relación con la del banco que arroja el menor nivel de ineficiencia.<sup>2</sup>

## B. Revisión de la literatura sobre eficiencia bancaria

Son numerosos los estudios en la literatura internacional que han estimado la eficiencia para diversos países y regiones. Berger y Humphrey (1997), entre los más sobresalientes, analizaron 130 estudios de veintidós países, en los cuales se realizaron estimaciones de eficiencia para el sector bancario, estudiando la consistencia de los resultados obtenidos. Ellos encontraron que, en promedio, la eficiencia de las instituciones financieras está alrededor de 77%, aunque la dispersión en

sus niveles, tanto entre países como al interior de cada uno de ellos, resultó ser relativamente alta. Su revisión sugiere que parte de estas diferencias se debe a diferencias metodológicas relacionadas con muestras y períodos de estudio.

Sobre el tema de eficiencia y consolidación, Amel, Barnes y Panetta (2002) hacen una detallada revisión de la literatura empírica a nivel mundial. Para tal fin, los autores revisan diversos trabajos que miden la eficiencia después de las fusiones en el sistema financiero en países industrializados durante los últimos veinte años, con el propósito de encontrar patrones comunes que trasciendan las peculiaridades nacionales y sectoriales de cada país. Los autores encuentran que si bien se han observado ganancias en eficiencia en los diez años anteriores, los efectos de las fusiones en el desempeño de las instituciones comprometidas no se logran capturar en forma clara. De otro lado, su revisión sugiere que las ganancias derivadas de la explotación de las economías de escala y

alcanza han sido menores a lo que comúnmente se cree. Por último, su análisis indica que tampoco se registra una reducción sistemática en los costos administrativos a raíz de las fusiones. En este contexto, es posible que los efectos de las fusiones sólo se materialicen en períodos largos de tiempo.

Durante la década del ochenta, la mayoría de los estudios en Colombia se centraron en analizar las economías de escala. Se buscaba evaluar el impacto del aumento de una unidad de producto sobre los costos del banco.

Durante la década del ochenta, la mayoría de los estudios en Colombia se centraron en analizar las economías de escala. Se buscaba evaluar el impacto del aumento de una unidad de producto sobre los costos del banco. Lo anterior se lograba mediante la estimación de una función de costos medios, la cual dependía del nivel de producto. El principal problema de todos los estudios de esta corriente es que no encontraron una función de

<sup>1</sup> A su vez se pueden utilizar diferentes metodologías para estimar la frontera de costos: i) frontera estocástica (*stochastic frontier*, SFA), ii) frontera gruesa (*thick frontier*), y iii) *distribution free approach*, DFA.

<sup>2</sup> Es importante resaltar que, a diferencia de los métodos paramétricos, los no paramétricos no hacen un supuesto específico sobre la forma funcional de la función de costos o de beneficios y consisten en la construcción de esta frontera con base en los puntos (costos, producción) observados para las firmas que componen la muestra. Dentro de este enfoque, los más utilizados son los de *Data Envelopment Analysis*, DEA y *Free Disposal Hull*, los cuales utilizan la técnica de programación lineal.

costos medios convexa, en forma de “U”, por tanto no existía un tamaño de firma óptimo. Lo anterior llevaba a que en el esquema de sucursales se justificara un aumento indefinido de establecimientos. En esa categoría se encuentran los estudios de Bernal y Herrera (1983), Suescún (1987) y Ferrufino (1991). Otra de las limitaciones de los trabajos anteriores es que suponían que todos los bancos se encontraban sobre la frontera eficiente de costos (i.e. son igualmente eficientes) y, por lo tanto, cualquier desviación en relación con dicha frontera constituía un error aleatorio. En esa medida, todos los estudios concluían, de forma implícita, que las ganancias en eficiencia venían únicamente de la explotación de economías de escala.

En un fenómeno que podemos clasificar como “cambio de paradigma” se tomó un nuevo enfoque, el de la eficiencia *X*. El trabajo de Suescún y Misas (1996) fue el pionero de este tipo en Colombia. Dentro de este enfoque las diferencias principales radican en qué metodología de estimación utilizan y qué función estiman. Esto lleva a que los estudios se dividan en los que estiman un nivel de eficiencia *relativa* (con relación a la firma o grupo de firmas más eficientes) y los que estiman la eficiencia *absoluta* (en relación con la frontera óptima).

El primer tipo de estimación tiene como principal limitante el no poder encontrar la ineficiencia del primer banco, haciéndolo relativamente *perfecto* a la muestra. Dentro de estos estudios se clasifica el de Castro (2001). Los artículos también se dividen en el tipo de función estimada, que bien puede ser una de costos o de beneficios. Dentro de la corriente de costos, y de estimación absoluta, se clasifica el presente estudio, así como el de Janna (2003a) y el de Estrada y Osorio (2004)<sup>3</sup>, entre otros. Finalmente el estudio de Estrada (2005) se ubica

en el de estimación absoluta con una función de beneficios.<sup>4</sup> En este contexto, los resultados de las diferentes estimaciones que se han realizado en Colombia tienen una alta varianza, llevando a que el promedio de la eficiencia absoluta en costos esté entre un rango bastante amplio (28%-63%) y que la de beneficios esté alrededor de 60%-70%. Esto no sólo hace pertinente un análisis sobre la eficiencia, sino que plantea la duda de la existencia del problema de la dualidad a nivel micro en las firmas financieras.

---

**Los resultados de las diferentes estimaciones que se han realizado en Colombia tienen una alta varianza, llevando a que el promedio de la eficiencia absoluta en costos esté entre un rango bastante amplio (28%-63%) y que la de beneficios esté alrededor de 60%-70%.**

---

### **C. Estimación de la eficiencia en la banca colombiana (1994-2005)**

#### **1. Metodología**

El propósito de este ejercicio es hacer una medición actualizada de la eficiencia absoluta en costos para la banca colombiana. Nuestro interés principal es mirar el impacto de la crisis financiera experimentada a finales de la década pasada sobre los

niveles de eficiencia en costos, observando qué tipo de establecimientos se vieron afectados en mayor o menor medida.

Nuestra muestra incluye solamente los bancos comerciales e hipotecarios, los cuales representan más del 80% del mercado de intermediación. En términos de los tipos de negocios que realizan, se trata de un grupo relativamente homogéneo; sus diferencias son fundamentalmente de tamaño y grado de especialización de los negocios. La muestra incluye treinta entidades y cubre el período 1994-2005. Evaluaremos la evolución de la eficiencia individual (de tipo temporal) para tener una percepción más focalizada de los comportamientos de la eficiencia por tipo de negocio, tamaño y tipo de propiedad (privada o pública).

Nuestro ejercicio utiliza el enfoque de intermediación. Es decir, supone que el banco utiliza trabajo, capital y depósitos como insumos, para producir créditos e inversiones. En este sentido, nos interesa analizar la evolución de los costos operativos incluyendo los gastos de intereses.

Para el ejercicio se sigue la metodología de frontera estocástica, SFA, para estimar la eficiencia del sector bancario. Esta metodología nos permite obtener medidas de eficiencia absoluta a través de las desviaciones de los bancos en relación con la frontera de costos óptima.

La función de costos puede escribirse de la siguiente manera:

$$\ln c_{it} = \ln (y_{it}, w_{it}) + \varepsilon_{it}$$

$$i = 1, 2, \dots, N \text{ y } t = 1, 2, \dots, T$$

<sup>3</sup> Este último estudio también analiza la función de beneficios.

<sup>4</sup> Un resumen importante de la literatura en Colombia se encuentra en Janna (2003b).

donde  $c_{it}$  es el costo total del banco  $i$  en el momento  $t$ ,  $y_{it}$  es un vector de productos,  $w_{it}$  un vector de insumos y  $\varepsilon_{it}$  es el término de error. Este término de error mide la distancia de los costos del banco en relación con los correspondientes en la frontera eficiente, y se puede descomponer de la siguiente manera:

$$\varepsilon_{it} = v_{it} + u_{it}$$

Es decir, bajo el enfoque SFA, el error se puede descomponer en un término aleatorio  $u_{it}$  y en un componente de ineficiencia  $v_{it}$ . El término de error incluye los efectos aleatorios y los posibles problemas de medición. También se supone que el componente  $u_{it}$  está idéntica y normalmente distribuido de acuerdo con una distribución normal  $N(0, \sigma_u^2)$ , esto es, que puede tomar valores positivos y negativos y es independiente de las variables explicativas. Por su parte el componente  $v_{it}$  sigue una distribución normal truncada  $N(\mu_v, \sigma_v^2)$ , lo que implica que sólo puede tomar valores positivos y es independiente de  $u_{it}$ .

En la estimación se utiliza el método de máxima verosimilitud. De acuerdo con Battese y Coelli, la varianza de los términos de error son reparametrizados de manera que  $\sigma^2 = \sigma_u^2 + \sigma_v^2$  y  $g = \sigma_v^2 / \sigma_u^2 + \sigma_v^2$ . La eficiencia de la firma  $i$  estará dada por,

$$ET_i = E[\exp(-v_i) / \varepsilon_i]$$

donde  $ET_i$  está entre 0 y 1 y 1 representa el nivel de eficiencia óptimo (total). Sin embargo, esta especificación no tiene en cuenta la variabilidad en el tiempo de la eficiencia. De acuerdo con Battesi y Coelli (1992), una medida más flexible que permite utilizar de forma más adecuada la información de panel tendría la siguiente expresión:

$$v_{it} = v_i \cdot (\exp(-\eta[t - T]))$$

donde  $\eta$  es un parámetro a estimar y  $v_i$  son los términos no negativos de la función normal truncada. Así, es posible derivar las eficiencias crecientes, constantes o decrecientes en el tiempo según el valor que se encuentre para  $\eta$ .

La estimación del modelo requiere que se especifique una forma funcional para la función de costos. En este caso se utiliza una forma translogarítmica. Dado que tenemos dos productos (crédito e inversiones) y tres insumos (capital, trabajo y depósitos), esta función se expresa de la siguiente manera (omitiendo subíndices temporales):

$$\ln C = \beta_0 + \sum_{j=1,2} \alpha_j \ln(Y_j) + \sum_{n=1,2,3} \beta_n \ln(w_n) + \frac{1}{2} \sum_{j=1,2} \sum_{k=1,2} \alpha_{jk} \ln(Y_j) \ln(Y_k) + \frac{1}{2} \sum_{n=1,2,3} \sum_{m=1,2,3} \beta_{nm} \ln(w_n) \ln(w_m) + \sum_{j=1,2} \sum_{n=1,2,3} \delta_{jn} \ln(Y_j) \ln(w_n) + u + v \quad (1)$$

Esta función debe satisfacer la condición de homogeneidad, la cual implica que un aumento en los precios de los insumos se traduce en un aumento en la misma proporción en los costos, es decir que

$$\sum_{n=1,2,3} \beta_n = 1 \quad \text{y} \quad \sum_n \delta_{jn} = 0 \quad \forall n$$

$$\sum_m \beta_{nm} = 0 \quad \forall n$$

Por simetría debe cumplirse también que

$$\alpha_{jk} = \alpha_{kj} \quad \text{para } i \neq j$$

$$\beta_{nm} = \beta_{mn} \quad \text{para } n \neq m$$

Ahora bien, para efectos de la estimación econométrica, la restricción de homogeneidad puede imponerse dividiendo todos los precios de los insumos por alguno de ellos, en este caso lo hicimos por el precio del capital físico. Así mismo, al considerar las condiciones de simetría, se tiene que la función a estimar es la siguiente.

$$\ln\left(\frac{c}{w_k}\right) = \beta_0 + \alpha_c \ln(y_c) + \alpha_i \ln(y_i) + \beta_l \ln\left(\frac{w_l}{w_k}\right) + \beta_d \ln\left(\frac{w_d}{w_k}\right) + \frac{1}{2} \alpha_{cc} [\ln(y_c)]^2 + \frac{1}{2} \alpha_{ii} [\ln(y_i)]^2 + \alpha_{ci} \ln(y_c) \ln(y_i) + \frac{1}{2} \beta_{ll} \left[ \ln\left(\frac{w_l}{w_k}\right) \right]^2 + \frac{1}{2} \beta_{dd} \left[ \ln\left(\frac{w_d}{w_k}\right) \right]^2 + \beta_{ld} \ln\left(\frac{w_l}{w_k}\right) \ln\left(\frac{w_d}{w_k}\right) + \delta_{cl} \ln(y_c) \ln\left(\frac{w_l}{w_k}\right) + \delta_{cd} \ln(y_c) \ln\left(\frac{w_d}{w_k}\right) + \delta_{il} \ln(y_i) \ln\left(\frac{w_l}{w_k}\right) + \delta_{id} \ln(y_i) \ln\left(\frac{w_d}{w_k}\right) + u + v$$

donde el subíndice  $c$  representa los créditos,  $i$  las inversiones,  $k$  el capital,  $l$  el trabajo y  $d$  los depósitos.

## 2. Definición de las variables y fuentes de información

La fuente de información son los estados financieros publicados por la Superintendencia Bancaria. Esto, junto con la información sobre el número de empleados<sup>5</sup> faci-

litada por la Asociación Bancaria, nos permite construir las variables que van a entrar en esta estimación.

Todas las variables están expresadas en millones de pesos de septiembre de 2005. En la construcción de los precios de los insumos, las variables flujo corresponden a cifras anualizadas (sumando los flujos de los últimos cuatro trimestres) y las variables *stock* corresponden a promedios de los últimos cuatro trimestres.

Es importante también anotar que si bien tenemos información desde 1991, para facilitar la estimación<sup>6</sup> nuestro período de estudio comienza en el primer trimestre de 1994, momento en el que contamos con información de todas las entidades involucradas en la estimación.<sup>7</sup> Por último, de la base de datos se excluyeron algunos bancos debido a inconsistencias y saltos abruptos en la información que eventualmente involucran ruido en la estimación. Finalmente, nuestra muestra quedó compuesta por un total de treinta entidades bancarias. En la estimación también se incluyó una *dummy* que recoge el efecto de las fusiones.<sup>8</sup>

**3. Resultados econométricos**

El modelo estimado permite establecer, de una parte, la evolución intertemporal de la eficiencia para cada banco y, de otra, la evolución de la eficiencia agregada del sistema.

Es importante aclarar que no es posible comparar el nivel de eficiencia agregada con los niveles de eficiencia temporal que se muestran en el estudio. Ello en razón a que, en el caso de la eficiencia agregada, se estimó una función de costos donde sólo se recogen los efectos específicos para cada banco (eficiencia invariante en el tiempo), mientras que la eficiencia temporal resulta de un modelo translogarítmico en don-



de se recogen los efectos en cada momento del tiempo. En este sentido, la eficiencia temporal es útil para tener una idea de la *evolución* de la eficiencia, más que de su *nivel*.

Los resultados de la estimación, según la ecuación 2, se presentan en el cuadro III.1. El valor del parámetro  $\gamma = 0.94$  refleja el aporte del término de ineficiencia ( $v$ ) en el total de las variaciones del residuo compuesto ( $e=v+u$ ), el cual indica que la ineficiencia en costos es la principal fuente generadora de ruido alrededor de la frontera estocástica estimada.

Con las estimaciones agregadas se llega a la conclusión de que la eficiencia para el conjunto de bancos estudiados es de 63%, y si calculamos el promedio ponderado con base en la participación de cada banco en los activos del sistema el nivel de eficiencia agregada es de 59%.<sup>9</sup> Esto indica que el sector bancario colombiano está en capacidad de generar las actuales cantidades de producto bancario con ahorros hasta de 40% en costos si lograra alcanzar su frontera de producción, para lo cual seguramente se requiere adelantar una serie de reformas que eliminen algunas talanqueras existentes.<sup>10</sup>

La evolución de la eficiencia agregada se presenta en el gráfico 1.<sup>11</sup> Se observa cierta estabilidad en los ni-

veles de eficiencia durante el período 1994-1998. A partir de entonces la eficiencia técnica decae y sólo se observa una recuperación desde comienzos de 2005. Esta señal de recuperación no ha sido vigorosa hasta la fecha, pues la eficiencia actual todavía se encuentra por debajo de los niveles precrisis.

En este caso la eficiencia en costos tiene un comportamiento ligeramente decreciente hasta el primer trimestre de 1999. Durante el período de crisis la caída se vuelve mucho más pronunciada hasta que “toca fondo” en 2003 y sólo a partir de ese año se puede apreciar un ligero repunte.

El análisis de los resultados individuales sugiere que los bancos hipotecarios tuvieron un comportamiento estable hasta la crisis, pero un desempeño muy negativo en el período poscrisis. Ello llevó a que arrastraran el resto de bancos a una posición en que apenas lograron mantener sus

<sup>6</sup> Dado que no es posible obtener información trimestral sobre el número de empleados, se tomaron los valores anuales y por medio de un proceso de interpolación se estimaron los datos trimestrales. Este mecanismo permite conservar el comportamiento y las fluctuaciones de la variable a lo largo de todo el período.

<sup>7</sup> Utilizamos el paquete Frontier Versión 4.1.

<sup>8</sup> Es decir, necesitábamos comenzar en un momento en el cual todos los bancos contarán con información, aun si después salieran de la muestra como consecuencia de un proceso de fusión o liquidación.

<sup>9</sup> Esta variable toma el valor de 1 desde el momento en que ocurre la fusión y cero en cualquier otro momento del tiempo.

<sup>10</sup> Como ya se mencionó, el resultado de eficiencia agregada es calculado teniendo en cuenta el modelo de eficiencia invariante en el tiempo.

<sup>11</sup> Para mayor detalle ver Clavijo, Sergio, et al (2006).

<sup>12</sup> Es útil recordar que esos niveles (temporales) no se pueden comparar con el nivel de eficiencia agregada (0.63).

niveles de eficiencia antes del momento más crítico de la crisis.

Este resultado parece consistente con varios hechos. El más importante es que, desde que estalló la crisis, el crédito hipotecario se desplomó y aún no se ha recuperado. Por ejemplo, la cartera hipotecaria pasó de representar 12% del PIB en 1998 a cerca de 3% en 2005; el saldo de cartera de vivienda continúa contrayéndose a ritmos cercanos a 20% real por año.

Por otro lado, si bien la mayoría de entidades ha logrado una correc-

ción importante en costos, el ajuste de los egresos no se ha reflejado totalmente en las cifras de los bancos dado que los costos de tipo laboral toman tiempo en materializarse. Además, los bancos hipotecarios vieron incrementados de manera importante sus costos indirectos asociados al mantenimiento de los bienes recibidos en pago y a los procesos jurídicos. Estos gastos se irán amortiguando con el paso de los años, pero todavía son onerosos para el sistema financiero.

Por último, cabe mencionar que la transformación de las corporaciones de ahorro y vivienda (CAV) a bancos especializados en cartera hipotecaria (BECH) ha implicado una serie de adecuaciones operativas y legales que, en el corto plazo, han incrementado los gastos operativos, sin que la dinámica del negocio hipotecario haya permitido compensar hasta la fecha tales desembolsos.

Entendiendo que la regulación vigente para el período de la crisis

**Cuadro 1**  
Resultados de la estimación de la frontera estocástica de costos  
Resultados del modelo

	Agregado		Temporal		Con cambio tecnológico	
	Coefficiente	Estadístico t	Coefficiente	Estadístico t	Coefficiente	Estadístico t
$\beta_0$	-1.59	-1.44	-2.60	-2.51	-2.48	-2.45
$\alpha_c$	-0.95	-4.93	-0.38	-1.81	-0.44	-2.10
$\alpha_i$	1.89	10.60	1.37	8.05	1.42	8.29
$\beta_1$	-0.10	-0.34	-1.04	-3.72	-1.23	-4.31
$\beta_d$	0.25	1.08	0.90	4.18	0.90	4.17
$\alpha_{c,c}$	0.22	9.02	0.17	6.63	0.18	6.82
$\alpha_{i,i}$	-0.04	-2.01	-0.01	-0.45	-0.02	-0.82
$\alpha_{c,i}$	-0.10	-5.22	-0.09	-4.54	-0.09	-4.51
$\alpha_{i,c}$	-0.10	-5.22	-0.09	-4.54	-0.09	-4.51
$\beta_{i,i}$	0.06	1.18	0.12	2.42	0.12	2.32
$\beta_{d,d}$	0.02	0.56	-0.02	-0.60	0.00	-0.13
$\beta_{i,d}$	-0.01	-0.39	-0.06	-1.70	-0.08	-2.38
$\beta_{d,i}$	-0.01	-0.39	-0.06	-1.70	-0.08	-2.38
$\partial_{c,i}$	-0.01	-0.34	0.06	1.88	0.08	2.36
$\partial_{c,d}$	0.15	6.02	0.05	2.22	0.06	2.63
$\partial_{i,i}$	0.05	1.83	0.03	1.26	0.03	1.03
$\partial_{i,d}$	-0.14	-7.70	-0.09	-4.69	-0.10	-5.18
Fusiones	0.16	6.00	0.01	0.39	-0.01	-0.63
<b>Variables de cambio tecnológico</b>						
$t$			0.11	7.38	0.19	6.84
$1/2 t^2$					-0.05	-6.34
$\sigma^2$	0.08	8.31	0.50	8.18	0.24	11.20
$\gamma$	0.61	15.51	0.94	107.30	0.89	64.89
Iteraciones	22		34		41	
Log verosimilitud	250.41		101.35		106.21	
Eficiencia promedio	0.63		-		-	
Eficiencia ponderada	0.59		-		-	

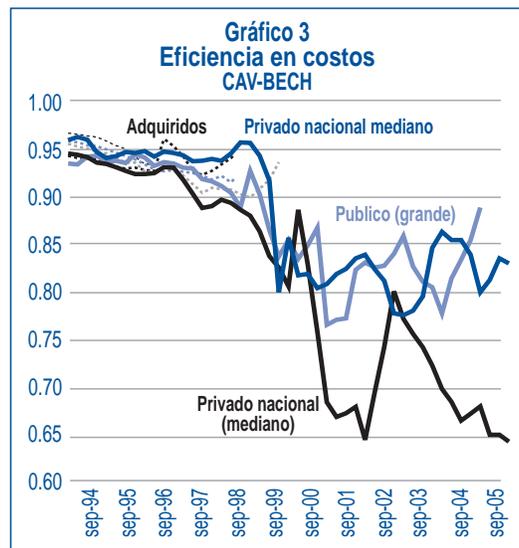
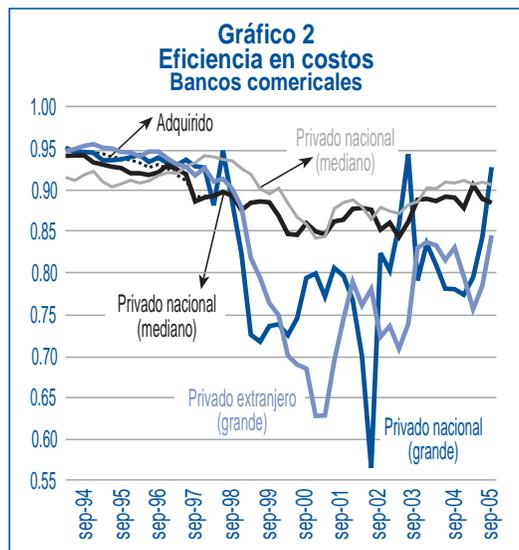
dificultaba un proceso complementario de los negocios financieros (comercial-hipotecario-consumo), los procesos de consolidación de firmas se realizaron en conjuntos de firmas con negocios similares. En otras palabras, los bancos hipotecarios adquirieron en su mayoría bancos hipotecarios (en aquella época CAV), y los bancos comerciales adquirieron bancos comerciales.

Los gráficos 2 y 3 muestran de manera clara el comportamiento de la eficiencia a lo largo del período de análisis para este tipo de entidades. Por un lado se observa un comportamiento de la eficiencia poscrisis diferenciable entre firmas representativas del negocio comercial (gráfico 2) y entre entidades hipotecarias (gráfico 3), separadas con el propósito de resaltar sus diferencias.

En esta medida podemos diferenciar claramente la evolución de la eficiencia entre bancos comerciales y bancos hipotecarios (CAV-BECH) y los efectos después de algunas de las fusiones que se llevaron cabo.

Uno de nuestros principales resultados muestra que los bancos hipotecarios se vieron fuertemente afectados durante la crisis. En esta medida las entidades consolidadas en el negocio hipotecario mostraron un comportamiento fuertemente decreciente luego de 1998, y en los años posteriores las entidades especializadas en cartera hipotecaria no mostraron mejoría en la eficiencia en costos. El manejo de las daciones en pago puede ser una explicación de los costos adicionales que desembocaron en ineficiencia.

Por otro lado, los bancos comerciales mostraron una mejoría en el período poscrisis. Si bien estos bancos se vieron afectados por la crisis, sus



**Cabe mencionar que la caída del principal producto bancario (el crédito) afectó los niveles de eficiencia durante la crisis, la cual fue mucho más pronunciada en el caso de la banca hipotecaria.**

niveles de eficiencia presentan una recuperación importante, alcanzando, en la mayoría de casos, niveles de eficiencia precrisis (gráfico 2).

Con base en la estimación de la función de costos se encontró que la eficiencia promedio del sistema bancario está alrededor de 60%, lo que sugiere que los bancos podrían llegar a generar un ahorro hasta del 40% si los cambios regulatorios les permitieran moverse hacia la función de producción de frontera óptima.

Ahora bien, la evolución de la eficiencia en el tiempo muestra un comportamiento relativamente estable hasta el inicio de la crisis; a partir de allí decae y sólo recientemente se ha evidenciando una ligera recuperación. Al respecto cabe mencionar que la caída del principal producto bancario (el crédito) afectó los niveles de eficiencia durante la crisis, la cual fue mucho más pronunciada en el caso de la banca hipotecaria. De hecho, nuestra explicación a este resultado tiene que ver con un efecto de “lastre hipotecario”, el cual ha afectado la totalidad de los bancos una vez se ha completado la fase de absorción hipotecaria por parte del sistema consolidado. La incertidumbre legal y el poco dinamismo del crédito hipotecario no han permitido aún amortizar los costos asociados a dicha absorción de las CAV-BECH.

### III. Conclusiones

En este documento hemos recogido una evidencia empírica que consideramos da soporte a la idea de continuar explotando las economías de escala y de alcance (a través de multiproductos). Se llevó a cabo una serie de ejercicios econométricos con

**Cuadro 2**  
**Principales resultados sobre mediciones de eficiencia bancaria**

Estudio	Período de estudio	Metodología**	Eficiencia	Promedio eficiencia
Precrisis Suescún y Misas (1996)	1989 - 1995	TFA	Relativa	73%
Crisis				
Castro (2001)	1994 - 1999	DFA	Relativa	49%
Badel (2002)*	1998 - 2000	DFA	Relativa	73%
Janna (2003)	1992 - 2002	SFA	Absoluta	34%
Estrada y Osorio (2003)***	1989 - 2003	SFA	Absoluta	28%
Recuperación				
Anif (2006)	1994-2005	SFA	Absoluta	63%

\* La frontera de costos estimada incluye bancos de Costa Rica, Colombia y México. Los datos reportados corresponden al promedio de los bancos colombianos.

\*\* TFA: Frontera gruesa, DFA: *Distribution Free Approach*, SFA: Frontera estocástica.

\*\*\*El estudio de Estrada y Osorio (2003) aborda sólo una pequeña parte del período de recuperación y por ende sus estimaciones recogen principalmente los efectos de la crisis.

Fuentes: Estudios y Anif.

el fin de medir la eficiencia en costos para el sistema bancario durante el período 1994-2005. A partir de estos ejercicios encontramos una eficiencia bancaria, a nivel agregado, del orden de 63% para el período de estudio. Esta cifra indica que, una vez superada la crisis del sector financiero, los bancos han logrado recuperar algo de la eficiencia con la

que contaban en los años que precedieron la crisis. Al observar el cuadro 2, vemos que el nivel de eficiencia agregada es superior a los niveles de eficiencia encontrados por otros autores, esto debido a que el período de recuperación ha jalonado positivamente los niveles de eficiencia del sistema. De una parte, las entidades no hipotecarias se vieron

afectadas por la crisis, pero una vez superados estos efectos han logrado recuperar su eficiencia, alcanzando niveles similares o mayores a los del período anterior a la crisis. Esta recuperación de la banca comercial se traduce en un repunte del nivel de eficiencia agregada, aunque el lastre hipotecario todavía pesa sobre dichos bancos. 

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Amel, D., C. Barnes, F. Panetta y C. Salleo (2002), "Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the International Evidence", *G-10 Report on Financial Sector Consolidation*.
- Battese, G. y Coelli, T. (1992), "Frontier Production Functions, Technical Efficiency Panel Data: Wit Application to Paddy Farmers in India", *Journal of Productivity Analysis* 3, págs.153-169.
- Berger A. y D.B. Humphrey (1997), "Efficiency of Financial Institutions: International Survey and Directions for Future Research", *European Journal of Operational Research* (Special Issue).
- Bernal, O. y Herrera, S. (1983), "Producción, costos y economías de escala en el sistema bancario colombiano", *Ensayos sobre política económica*, Banco de la República, No. 3.
- Castro, C. (2001), "Eficiencia-X en el sector bancario colombiano", *Desarrollo y Sociedad*, Universidad de los Andes, No. 48.
- Clavijo, S; Salazar, N.; Salamanca, C.; Montoya, G. y Rizo, C., (2006), "Fusiones y adquisiciones en el sector financiero colombiano: análisis y propuestas sobre la consolidación bancaria (1990-2005)", Anif, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Mimeo.
- Estrada, D. y Osorio, P. (2004), "Efectos del capital financiero en la eficiencia del sistema bancario colombiano", *Borradores de economía*, Banco de la República, No. 292.
- Estrada, D. (2005), "Efectos de las fusiones sobre el mercado financiero colombiano", *Borradores de economía*, Banco de la República, No.329.
- Ferrufino, A. (1991), "Reestimación y ampliación de la evidencia sobre las economías de escala en el sistema financiero colombiano", *Ensayos sobre política económica*, Banco de la República, No. 19.
- Janna, M. (2003a), "Eficiencia en costos, cambios en las condiciones generales del mercado, y crisis en la banca colombiana: 1992-2002", *Borradores de economía*, Banco de la República, No. 260.
- Janna, M. (2003b), "Eficiencia en la banca: un recuento de la literatura para el caso colombiano", *Reporte de estabilidad financiera*, Banco de la República, diciembre 2003.
- Suescún, R. (1987), "Nueva evidencia sobre economías de escala en la banca colombiana", *Ensayos sobre política económica*, Banco de la República, No. 12.
- Suescún, R. y Misas, M. (1996). "Cambio tecnológico, ineficiencia de escala e ineficiencia-X en la banca colombiana", *Borradores de economía*, Banco de la República, No. 59.

# El desempleo y la inflación de largo plazo: relaciones de equilibrio en Colombia

Rogelio A. Rodríguez Castillo\*

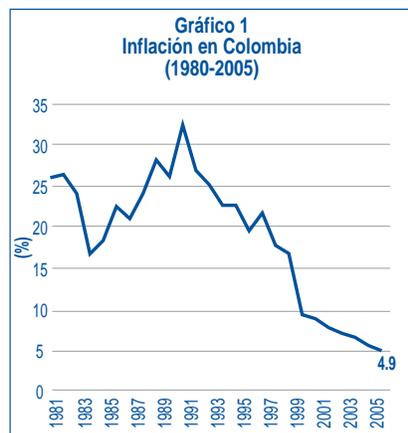
Un resultado notable en materia macroeconómica, en especial de la política monetaria, ha sido la reducción de la tasa de inflación de largo plazo en Colombia durante la última década. Este acontecimiento ha tenido como pilar fundamental el papel desempeñado por el Banco de la República a la luz de su independencia y el objetivo de mantener la capacidad adquisitiva de la moneda nacional en concordancia con lo estipulado en la Constitución Política del país (Artículos 371 y 373). Un esquema específico para lograr este objetivo es el denominado *inflation targeting*, mediante el cual el Banco Central adquiere un compromiso para alcanzar una meta preanunciada de inflación, con el fin de lograr reducciones efectivas en el mediano y largo plazo, a la vez que garantiza credibilidad en esta materia, (ver Corden 2002). Este sistema fue implementado en Colombia en 1994. De esta forma, mientras que hace veinte años la tasa de inflación tenía como referencia de largo plazo un 22%, su dinámica viene registrando una clara tendencia de disminución desde hace quince años aproximadamente. Así, en 2005 la va-

riación del IPC (Índice de Precios al Consumidor) fue de 4.9% y en el futuro próximo (años 2006-2010) se cree que estará fluctuando entre 3% y 5% (ver gráfico 1). Este buen comportamiento de la inflación no se ha podido compatibilizar con una reducción estructural en los niveles de desocupación. De hecho, la tasa media de desempleo observada en los años ochenta (10%) terminó por elevarse a niveles de 13% en la última década.<sup>1</sup>

Una pregunta fundamental en este momento de recuperación económica (2003-2006), cuando el crecimiento

del PIB promedia 4.5% anual, es si debe esperarse algún tipo de cambio estructural en los mercados laborales, de tal manera que dicha tasa de desempleo de largo plazo pueda reducirse nuevamente a niveles cercanos o inferiores a 10%. Para ello resulta pertinente conocer cuáles serán los valores de largo plazo de la inflación y el desempleo para los años 2006-2010.

La teoría económica lleva unos cincuenta años desarrollando esquemas que relacionan dinámicamente salarios-inflación (Phelps, 1967, y Phelps, 1968); desempleo-inflación (Friedman, 1968), y desempleo-expectativas de inflación (Phillips, 1958, y Lucas, 1972). El elemento común en esta literatura es la búsqueda de una forma específica de asociación entre la diná-



Fuente: Banco de la República

\* Investigador de Anif.

E-mail: rrodriguez@anif.com.co. Agradezco los valiosos comentarios de Sergio Clavijo y Jonathan Malagón, director e investigador de Anif, respectivamente. Algunas ideas básicas aquí presentadas se encuentran resumidas en el Informe Semanal de Anif N° 832.

<sup>1</sup> Medido en la siete principales ciudades (desempleo urbano).

mica del desempleo y la *aceleración* de la inflación. Una manera de abordar este problema es mediante la obtención de una tasa de desempleo de largo plazo que no acelera la inflación “subyacente”. Este concepto se conoce como la NAIRU (*Non-Accelerating Rate of Unemployment*).

Esta variable no observable permite realizar una aproximación al efecto que la escasez de trabajo produce sobre los salarios y los costos laborales, y por tanto a la generación de presiones de tipo inflacionario que se derivan de ello. Es así como la NAIRU se constituye en un importante elemento a la hora de delinear qué tan “holgado” está el mercado laboral en relación a su punto de equilibrio de largo plazo. Lo anterior se logra estableciendo la diferencia entre la tasa de desempleo observada y la NAIRU.<sup>2</sup>

Una manera de abordar la asociación dinámica entre el desempleo y la inflación es mediante la obtención de una tasa de desempleo de largo plazo que no acelera la inflación “subyacente”. Este concepto se conoce como la NAIRU.

El trabajo aquí presentado está conformado en primera instancia por el análisis más reciente entre desempleo e inflación a nivel internacional para una economía específica, la estadounidense. Enseguida se hace un resumen de los principales resultados de la NAIRU y la tasa de desempleo de largo plazo en Colombia, para posteriormente presentar las estimaciones realizadas recientemente y su relación con la inflación. Por último son consignadas las principales conclusiones derivadas de los resultados obtenidos.

## I. El caso de Estados Unidos

Un mecanismo para abordar la forma como se está comportando la relación entre desempleo e inflación consiste en analizar los movimientos de la tasa de interés de referencia del Banco Central. A través de ésta puede percibirse, en parte, si la economía está siendo objeto de presiones vía el nivel de precios, debido a que puede actuar como un instrumento para controlar dicho fenómeno. El caso de Estados Unidos no es la excepción, en especial últimamente, cuando la tasa de interés de referencia ha mostrado un comportamiento particular.

En el período 1999-2000, la Fed elevó su tasa de interés con el fin de “enfriar” la economía norteamericana. En esos años la tasa de desempleo bordeaba el 4.1%, ubicándose por debajo del 4.5% que se consideraba entonces como el valor de largo plazo (NAIRU). Posteriormente, en el ciclo económico caracterizado por “la crisis informática” de finales del siglo (conocida como “Y2K”), la recesión y la recaída inducida por el terrorismo internacional llevaron a descensos en las tasas de interés en el período com-

prendido entre los años 2001 y 2003, alcanzándose apenas 1% en la Federal Funds Rate (tasa repo), al tiempo que la tasa de desempleo ascendía a niveles de 5.5%.

En la posterior fase de recuperación económica (2004-2006), el comportamiento de la tasa de interés se ha caracterizado por un aumento sostenido. Mientras que en junio de 2003 la tasa repo era de 1%, ésta llegó en mayo de 2006 a 5%, gracias a alzas continuas a nivel mensual de 25 puntos básicos (pb). Entretanto, estimaciones preliminares calculaban que

efectos de orden tecnológico, junto con la mayor flexibilidad laboral, habrían permitido que la NAIRU descendiera en 25 pb, alcanzando valores de 4.25%. Posteriormente, el mercado laboral presentó una tasa de desempleo que se ubicaba cerca de 5% al cierre de 2005, situada ahora en una “banda NAIRU” cuyo rango es 4.5%-5.5%<sup>3</sup>, la cual intenta de alguna forma minimizar la incertidumbre sobre su estimación puntual.

En este sentido cabe preguntarse cuál será el futuro accionar de la Fed en lo que resta de 2006. Lo anterior guarda correspondencia con el comportamiento de la brecha del Producto, para el caso, la brecha entre la tasa de desempleo observada y el desempleo de largo plazo.<sup>4</sup> Los datos más recientes indican que, al mes de abril de 2006, la tasa de desempleo en Estados Unidos era de 4.7%, acercándose al valor de referencia NAIRU. Este hecho apoyaría un nuevo incremento en las tasas de la Fed en los próximos meses, tal como se insinuaba en el comunicado de prensa divulgado por esa entidad cuando se presentó el incremento de 25 pb en mayo. Sin embargo, las nuevas revisiones sobre el crecimiento de esta economía para el primer trimestre de 2006 pueden estar indicando un mejor comportamiento de la productividad y los costos laborales, lo cual jugaría a favor de menores presiones inflacionarias en este frente. Pero por otro lado, debe considerarse la inci-

<sup>2</sup> Aunque existe una discusión sobre el horizonte temporal que mejor se ajusta al concepto NAIRU, ver Posada y Arango (2006).

<sup>3</sup> Estas cotas se mantienen como pronóstico para el año 2006.

<sup>4</sup> Realizar la aproximación por la denominada “brecha del Producto” o por la diferencia entre el desempleo observado y la NAIRU es equivalente. Cuando la economía se encuentra en su tasa no aceleradora de la inflación, el nivel de Producto correspondiente es igual al Producto potencial.

dencia de estos comportamientos sobre la formación de expectativas en el mediano plazo respecto a las tasas de crecimiento de la economía norteamericana que indicarían una tendencia a la desaceleración.

**II. La NAIRU en Colombia**

En Colombia se han realizado diversos estudios sobre la Tasa Natural de Desempleo (TND) y la NAIRU (cuadro 1). Entre éstos se encuentran ejercicios de recopilación del “estado del arte”, en los cuales se presentan los principales resultados y metodologías (ver Guataquí, 2000), que brindan un panorama sobre los valores a través del tiempo de la tasa de desempleo de largo plazo. El presente trabajo pretende adicionalmente entender el efecto causado por el ciclo económico sobre esta variable.

Durante los años noventa (precrisis), el valor medio de la tasa de desempleo NAIRU se ubicaba en 8.8%, con una estimación mínima de 6.2% y una máxima de 10.6%. Durante los años 1998-2002, el país experimentó un “cambio estructural” cuyo efecto hizo que se elevará la TND. Como resultado de ello, se ha considerado que, en el período *poscrisis* (2003-2006), la NAIRU alcanzará 13% y, de hecho, el propio Banco de la Repúbli-

ca elevó la estimación puntual para el año 2005 de 12.9% a cerca de 13.1%.

**II.1. Nuevas estimaciones de la NAIRU en Colombia.** En el proceso de obtener estimaciones sobre la NAIRU fueron utilizadas tres metodologías. La primera consistió en aplicar el filtro Hodrick-Prescott<sup>5</sup> sobre la serie trimestral del desempleo, me-



Fuentes: Banco de la República, Anif y cálculos del autor.

dante la cual se separa la tendencia del ciclo. Con este filtro se obtuvo una *proxy* del comportamiento del desempleo de largo plazo (ver gráfico 2), que resulta de minimizar la siguiente función de pérdida (cuadro 2):

Existen sin embargo algunas críticas sobre la aplicación de esta meto-

Cuadro 2 Función de pérdida	
$\sum_{t=1}^N (C_t)^2 + \lambda \sum_{t=2}^{N-1} [(T_t - T_{t-1}) - (T_{t-1} - T_{t-2})]^2$	
Ct : componente cíclico. Tt: tendencia. Parámetro de suavizamiento de la tendencia.	
Fuente: Hodrick-Prescott (1980,1997).	

dología relacionadas con la selección arbitraria del  $\lambda$ . En este caso se utilizó un  $\lambda = 1.600$ , como generalmente es implementado en series trimestrales.<sup>6</sup> De esta forma se obtuvo para el último trimestre de 2005 un valor elevado (13.6%), lo cual puede estar influenciado por el problema de los “valores terminales”, propios de un

<sup>5</sup> Si bien es tradicional utilizarlo en las estimaciones del Producto potencial, algunos trabajos lo utilizan como una forma aproximada para obtener la tendencia del desempleo y otros directamente para estimar la NAIRU (ver Basto, 2003).

<sup>6</sup> Según Hodrick y Prescott (1980, 1997), este valor se explica porque una desviación de 5% respecto a la tendencia es moderada por trimestre, como un cambio de 1/8 por ciento en el componente tendencial. El componente cíclico y la segunda diferencia del componente tendencial deben ser variables idénticas, independientes y normalmente distribuidas. Para Ravn y Uhlig (2002) el parámetro de suavizamiento es igual al número de períodos por año dividido entre cuatro elevando esta razón a la cuarta potencia y multiplicándola por 1.600.

**Cuadro 1**  
Estimaciones NAIRU para Colombia: tasa de desempleo que no acelera la inflación

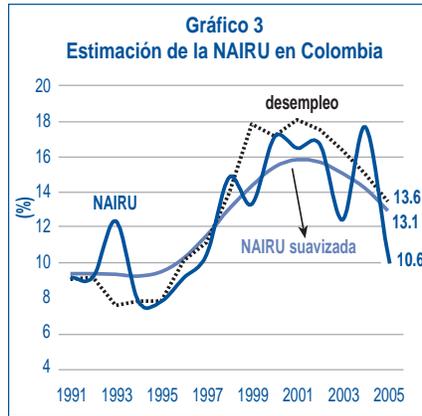
Precrisis			Poscrisis		
Autor	Resultado	Período	Autor	Resultado	Período
Clavijo (1994)	8.2%	1975-1989	Julio (2001)	8.3%-12.4%	1987-2000
Farné-Vivas-Yepes (1995)	6.2%-7.2%	1974-1994	Arango-Posada (2001)	14.9%	1984:I-2000:II
Núñez-Bernal (1998)	10.8%	1976-1997	Vásquez-Basto (2004)	17.3%	2003:I
Henaó-Rojas (1998)	10.4%-10.6%	1982:II-1996:IV	Banco de la República (2006)	13.1%-13.4%	1984-2005
Cárdenas-Gutiérrez (1998)	8.0%	1982:III-1996:IV	Anif (2006)	8.5%-10.3%	precrisis
			Anif (2006)	14.5%-14.9%	poscrisis
<b>Promedio</b>	<b>8.8%</b>	<b>1975-1997</b>	<b>Promedio</b>	<b>13.3%</b>	<b>1987-2005</b>

Fuentes: Anif y cálculos del autor.

promedio móvil. Pero realizando un enfoque de tendencia, se puede observar que tras un período (1994:III-2001:III) de importante incremento de la tasa de desempleo, ésta cambió su rumbo y pareciera que fuera a retornar a los niveles registrados en la primera parte de los años noventa.

El segundo método incorpora la relación entre las series de tiempo de desempleo e inflación, específicamente de los rezagos entre estas variables, siguiendo algunas metodologías de la OECD. Así se pretende incorporar la historia de cada una de ellas (ver Mellis-Webb, 2000; Richardson *et al*, 2000, y Pichelmann, 1997). El gráfico 3 presenta una serie de valores NAIRU que resultan ser volátiles; para disminuir esta particularidad se aplica de nuevo un filtro de Hodrick y Prescott univariado, por medio del cual se obtiene una NAIRU suavizada. El valor “bruto” de la NAIRU es de 10.6% al cierre de 2005, pero su valor suavizado es de 13.1% (prácticamente igual al obtenido por el Banco de la República). Así, el promedio de la NAIRU es de 12.5% para el período 1990-2005. En los años de *precrisis* (1990-1998) se obtuvo un valor medio de 10.3% y para los años de *poscrisis* uno de 14.9% (el cual luce algo elevado).

El tercer método es más estático y ya fue utilizado en el pasado por Clavijo (1994). Éste tiene la ventaja de incorporar variables como el sala-



Fuentes: Banco de la República y cálculos Anif.

rio y la productividad (cuadro 3). Dicho proceso econométrico parte de la formulación de la ecuación 1 de la cual se deriva la 2. Al actualizar este trabajo mediante mínimos cuadrados restringidos se obtienen coeficientes para estimar la brecha del desempleo (expresión 3), los cuales resultaron ser estadísticamente significativos. Los resultados indican que la NAIRU habría sido de 11.5% en los años 1990-2005 frente al 8.5% estimado para los años 1974-1989. En el período más reciente (1999-2005) la tasa de desempleo de largo plazo habría sido de 14.5%. Estas tasas son sensibles al punto de quiebre de 1999, cuando el PIB se contrajo en 4.2%, pero tienen la ventaja de capturar el efecto de la política macroeconómica sobre el mercado laboral. Los estudios recientes de Anif y del Banco Mundial encuentran toda

una serie de factores institucionales que bien podrían explicar estos niveles relativamente elevados de la NAIRU para Colombia, tales como la rigidez laboral y la elevación de los costos parafiscales, sumados naturalmente al efecto de la contracción del Producto. En última instancia se estaría señalando la incapacidad de absorción de mano de obra por parte de las empresas en las principales ciudades del país.

**Efectos sobre la inflación.**

El Banco de la República, al igual que la Fed, está midiendo permanentemente que tan “fría” o “caliente” se encuentra la economía. La forma de hacerlo es a través de la diferencia entre la producción observada y su potencial, es decir, calculando la “brecha del Producto”. Como se explicó, esta variable tiene un valor “espejo” en la diferencia que se observa entre la tasa de desempleo y su valor NAIRU. Ésta es una forma alternativa de averiguar cómo está evaluando el Banco Central el “estado del sector real”.

Por lo tanto, otro elemento importante sobre el cual se debe hacer mención es la relación existente entre la inversión y la utilización de la capacidad instalada. De allí a la vez se deriva el análisis entre el comportamiento de la inflación y el grado en el cual la capacidad industrial es empleada. Si la dinámica es directa, se tiene que el porcentaje de utilización industrial incide sobre la inflación. En Colombia dicha relación histórica ha sido positiva (ver gráfico 4); por tanto sería un buen indicador que acompañaría la lectura del aumento en los niveles de precios. En el caso de Estados Unidos dicha correlación fue alta en el período 1960-1980, pero ha ido perdiendo poder explicativo en los años posteriores, expresado en la relación negativa que ha venido presentando.

Con base en los parámetros antes descritos para Colombia, se encuentra que la llamada “brecha del Producto”

**Cuadro 3**  
**Modelo tasa de desempleo de largo plazo**

$\Delta \ln W = \Delta \ln P + \alpha (D - DN) + \beta \Delta \ln E + (1 - \beta) \Delta \ln TE$	1
$D - DN = \{const - (1 - \beta) \Delta \ln TE\} / \alpha$	2
$(DN - D) = \{0.014 - 0.917 * 0.005\} / 1.05$	3

$\Delta \ln$ : cambio del logaritmo natural de las variables (tasas de crecimiento)  
W: Índice del salario promedio nominal de la industria colombiana  
P: Índice de precios al consumidor  
DN: tasa de desempleo “natural” o de largo plazo  
E: índice de productividad laboral; TE: tendencia de E  
\*\* significativas al 5%  
Fuentes: Clavijo (1994) y cálculos del autor.



Fuente: Banco de la República, Fedesarrollo, Anif y cálculos del autor.

se ha ido reduciendo y que probablemente hoy converge hacia valores prácticamente nulos. Estos resultados van en línea con lo señalado por el Banco de la República, el cual expresa que la brecha se ha ido cerrando al pasar de -2% a principios de 2005 a un valor que tiende a cero al cierre de ese mismo año. Lo anterior es congruente con la idea de que la tasa de desempleo puntual del año 2006 estará promediando valores cercanos a 11%, ligeramente por debajo del 13% de valor NAIRU que obtuvo el Banco de la República y similar al señalado bajo la metodología tipo OECD suavizada.

### Conclusiones

Todo lo anterior indica que si bien en la actual coyuntura de Colombia no parecería haber una gran estrechez de la “brecha del Producto”, la tendencia apunta en la dirección de buscar una política monetaria menos laxa con el fin de evitar procesos inflacionarios. El Banco de la República tomó una acción preventiva y adecuada al finalizar el mes de abril de 2006, lo cual tiene la ventaja de inducir menos “dosis” de alzas en las tasas de interés locales, aunque esto es difícil de precisar en un ambiente internacional tan cambiante. Prueba de ello fue la incertidumbre generada sobre el accionar de la Junta Directiva respecto a la tasa repo en la reunión que sostuvo al fina-

lizar el mes de mayo, dados los acontecimientos en las bolsas de valores a nivel mundial y la inestabilidad de la tasa de cambio en Colombia en esos momentos.

Otra consideración tiene que ver con la tasa de interés internacional. Por ejemplo, si la Fed decide hacer una pausa en sus alzas de tasas de interés, después de haber alcanzado 5% en mayo de 2006, el Banco de la República no tendría que recurrir a dosis elevadas a nivel local. Pero alzas adicionales de la Fed, una mayor depreciación del peso frente al dólar y la forma como se comporte la productividad exigirían continuar apretando la política monetaria local más temprano que tarde.

La otra conclusión que cabe reforzar es la importancia de flexi-

bilizar los mercados laborales y de reducir las cargas parafiscales que pagan las empresas formales del país, a la vez que se pueda garantizar una mayor movilidad y contratación de los trabajadores en las labores en las cuales sean más productivos. Como se ha señalado, esto es particularmente importante ahora que se acerca la entrada en vigencia del TLC con Estados Unidos y la negociación de acuerdos comerciales con algunos países centroamericanos. De trabajar en esta línea, Colombia podría pensar en reducir sus tasas NAIRU a niveles de 8% como las que se tuvieron durante la primera parte de los años noventa, a la vez que puede apoyarse una consolidación en la tasa de crecimiento. **ANIF**

### REFERENCIA BIBLIOGRÁFICAS

Arango, L. y Posada, C. (2006), “La tasa de desempleo de largo plazo en Colombia”, *Borradores de economía*, No. 388, Bogotá, Banco de la República.

BBVA (2006), *Informe Latinwatch*, Servicio de estudios económicos.

Clavijo, S. (2002), “Política monetaria y cambiaria en Colombia: progresos y desafíos (1991-2002)”, *Ensayos sobre política económica*, No. 41-42, Bogotá, Banco de la República, junio-diciembre.

Clavijo, S. (1994), “Inflación o desempleo: ¿acaso hay escogencia en Colombia?”, *Archivos de macroeconomía*, Bogotá, DNP.

Corden, M. (2002), *Too Sensational: On the Choice of Exchange Rate Regimes*, Londres, The MIT Press.

Friedman, M. (1968), “The role of monetary Policy”, *American Economic Review*, vol. 58, págs. 1-17.

Guataquí, J. (2000), “Estimaciones de la tasa natural de desempleo en Colombia. Una revisión”, *Borradores de investigación*, No. 2, Bogotá, Universidad del Rosario.

Hodrick, R. y Prescott, E. (1980), “Post-war U.S Business Cycles: An Empirical investigation”, Discussion paper, No 451, Carnegie Mellon College. Actualizado en 1997 en el *Journal of Money, Credit and Banking*, No. 29, págs. 1-11.

Informe Semanal Anif No. 832 (2006), “Desempleo e inflación en Colombia: ¿cuáles son sus tasas de equilibrio?”, mayo 22 de 2006, Bogotá.

Lucas, R. (1972), “Expectations and the Neutrality of Money”, *Journal of Economic Theory*, vol. 4, págs. 103-124.

Mellis, C. y Webb, A (1997), “The United Kingdom NAIRU: Concepts, Measurement and Policy Implications”, Economic Department, *Working papers OECD*, No. 182.

Phelps, E. (1967), “Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment Over Time”, *Economica NS* 34, No. 3, págs. 254-281.

\_\_\_\_\_. (1968), “Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium”, *Journal of political economy*, No. 4, vol. 76, págs. 678- 711.

Phillips, E. (1958), “The Relation Between Unemployment and Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom, 1861-1957”, *Economica*, vol. 25, págs. 238-299.

Pichelmann, K. y Ulrich, A. (1997), “The NAIRU-Concept: A few Remarks”, Economic Department, *Working papers OECD*, No. 178.

Ravn, M. y Uhlig, H. (2002), “On Adjusting the Hodrick-Prescott Filter for the Frequency of Observations”, *The Review of Economics and Statistics*, mayo 84(2), págs. 371-380.

Richardson P. et al (2000), “The concept, Policy use and Measurement of Structural unemployment: Estimating a time varying NAIRU across 21 OECD countries”, Economic Department, *Working papers OECD*, No. 250.

# Los mitos alrededor del precio de la gasolina en Colombia

Alejandro Vera Sandoval\*

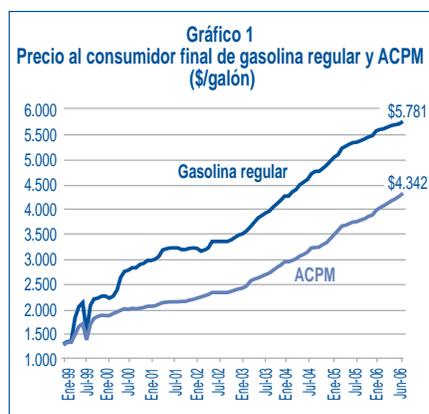
En los últimos años (1999-2006) el Gobierno ha sostenido una política de desmonte del subsidio al precio de los combustibles, buscando que el precio interno de la gasolina regular y del ACPM tenga como referencia un promedio de mediano plazo del referente internacional WTI. Por ejemplo, el precio al consumidor final de gasolina regular pasó de \$1.321 por galón en el primer mes de 1999 a \$5.780 por galón en junio de 2006, mientras que el precio al consumidor de ACPM ascendió de \$1.303 por galón en 1999 a \$4.340 por galón en junio de 2006 (gráfico 1). Sin embargo, la implementación de esta política ha tenido toda una serie de contradictores que sustentan sus argumentos con razones que están lejos de ser acertadas.

Estas razones han sido principalmente tres. La primera de ellas se refiere al impacto inflacionario que tiene aumentar el precio de la gasolina más allá del índice de inflación. Los contradictores que recurren a este argumento sostienen que incrementar este precio traería como consecuencia un aumento en el precio de un gran

número de bienes de la canasta familiar y por ende se generaría una espiral inflacionaria. La segunda razón tiene que ver con el impacto redistributivo. Los opositores a la política de desmonte sostienen que un ascenso del precio interno de la gasolina vuelve más desiguales los ingresos en la economía y afecta a las personas de bajos ingresos por la vía del aumento en el precio del transporte público. La última razón parte de que somos un país petrolero y que por lo tanto no se justifica que tengamos que pagar la

gasolina como lo hacen los países que son importadores netos.

No obstante, diversos analistas y entidades relacionadas con el sector energético han hecho explícito su apoyo a la política de desmonte de subsidios a los combustibles por parte del gobierno, y han mencionado que el incremento del precio, ante la escasez petrolera que se pronostica en el mediano plazo en el país, es una buena señal para los consumidores y que el impacto fiscal de este desmonte más que lo justifica. Por esto, el objetivo de este breve artículo es demostrar que estas razones esbozadas por los contradictores de la política de desmonte son sólo mitos y no tienen asidero en la realidad económica y petrolera del país. Así mismo, cuantificaremos el beneficio fiscal para las arcas del Estado de la disminución del subsidio implícito a los combustibles. De esta



Fuentes: Resoluciones del Ministerio de Minas y Energía, Ecopetrol y cálculos propios.

\* Economista de Anif. Las opiniones aquí expresadas son exclusiva responsabilidad del autor y no comprometen la opinión de Anif. Agradezco los comentarios y sugerencias de Carlos Ignacio Rojas. E-mail: avera@anif.com.co

manera demostraremos la conveniencia de continuar implementando el mecanismo de desmonte de los subsidios a los combustibles líquidos en Colombia como base para preparar el futuro del sector petrolero en el país.

**Estas razones esbozadas por los contradictores de la política de desmonte son sólo mitos y no tienen asidero en la realidad económica y petrolera del país.**

**Mito 1:  
El impacto inflacionario**

Durante muchos años se tuvo la idea de que el aumento en el precio interno de los combustibles desencadenaría una inflación elevada. Se pensaba que ante incrementos en los precios de los combustibles, la tarifa de transporte público y los fletes de transporte de carga se elevarían. De esta manera, los precios de los bienes que se llevan de una ciudad a otra utilizando el medio terrestre se incrementarían y esto se reflejaría

en la canasta familiar del ciudadano medio colombiano. Sin embargo, cabe recordar que aquellos eran años en los que la inflación colombiana era de dos dígitos (22% promedio anual) y en la que los precios de los mercados que se pensaban con mayor influencia inflacionaria se indexaban al Índice de Precios al Consumidor (IPC). Ejemplos de esto eran el salario mínimo y la gasolina.

Al romperle el espinazo a la inflación y conservar ahora inflaciones de un dígito, las expectativas de los consumidores han permitido la desindexación de los precios de ciertos mercados a la inflación. Entre ellos se encuentra el mercado de los combustibles.

Diversos estudios técnicos han mostrado que en la actualidad el precio de la gasolina NO tiene un impacto significativo en el índice de inflación. Rincón y Garavito (2004) y Confis (2004A y 2004B) demuestran que el impacto inflacionario de aumentos cercanos a 20% en el precio de la gasolina regular y el ACPM apenas representan entre 0.54 y 0.73

puntos porcentuales adicionales para la inflación de un año base (cuadro 1). Estos tres estudios utilizan metodologías similares. Se trata de dividir el impacto inflacionario total entre el efecto directo y el efecto indirecto. El efecto directo resultaría de ponderar el crecimiento del precio de la gasolina regular por el porcentaje asignado en la canasta del IPC por el Dane. Dicho porcentaje es de apenas 1.08% para la gasolina regular. El efecto indirecto resulta de calcular mediante la matriz insumo-producto las consecuencias que tendría un aumento en los precios de los combustibles en el precio de otros bienes o servicios (alimentos, transporte, entre otros). En los estudios antes mencionados, el efecto directo se mantiene alrededor de 0.22%, mientras que el efecto indirecto oscila entre 0.32% y 0.47% dependiendo del porcentaje de incremento del precio de los combustibles.

Por otro lado, pese al sostenido crecimiento de los precios de la gasolina y el ACPM entre 2003 y 2006, la inflación se ha mantenido bajo control y ya alcanza niveles cercanos al 4% anual. En efecto, mientras que la gasolina registraba crecimientos anuales promedio de 18% en 2003 y 2004, y de 15% en 2005, y el ACPM

**Cuadro 1  
Impacto Inflacionario de un incremento en el precio de los combustibles**

	Efecto Total	Efecto Directo	Efecto Indirecto	Crecimiento precio de los combustibles*	Metodología
Rincón y Garavito (2004)	0.54	0.22	0.32	GR: 20%; ACPM:20%	Banco de la República: Matriz Insumo-Producto
Confis (2004A)	0.73	–	–	GR: 30% ; ACPM:13%	Usando metodología Rincón y Garavito (2004)
Confis (2004B)	0.67	0.21	0.47	GR:19% ; ACPM: 18.2%	MinHacienda: Matriz Insumo-Producto

\* GR se refiere a gasolina regular  
Fuentes: Banco de la República y Confis.

mantenía incrementos superiores al 16% anual promedio, la inflación descendió desde 7% anual a 4% anual en mayo de 2006 (gráfico 2).

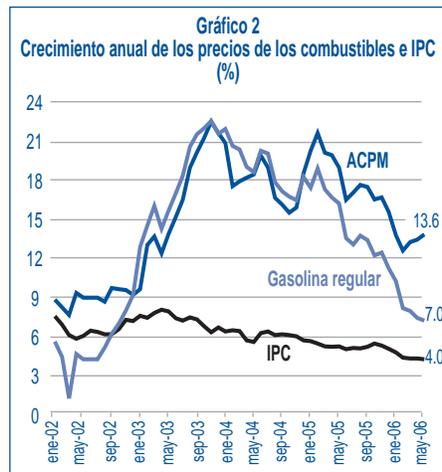
Así las cosas, los estudios técnicos mencionados anteriormente y la correlación *ex post* entre las variables desvirtúan una posible relación entre el crecimiento del precio de los combustibles líquidos y su impacto inflacionario, pues incrementos superiores a 20% anual en el precio de estos combustibles no alcanzan a representar un 1% adicional de inflación.

**Mito 2:  
El impacto redistributivo**

Desde diversos círculos se escuchan propuestas alusivas a que el impacto de incrementar el precio de los combustibles hará más pobres a los pobres y afectará la distribución del ingreso castigando las entradas de recursos de los colombianos.

La preocupación de los opositores a la política de desmonte surge por el efecto sobre la “chequera” de los colombianos al tener que pagar precios superiores los actuales \$5.700 por galón de gasolina regular. Según ellos, un incremento en el precio de los combustibles afecta el ingreso de los colombianos que por necesidad y no por lujo deciden movilizarse en un automotor.

Sin embargo, existen mediciones que confirman exactamente lo contrario. De acuerdo con el Confis (2004A), los subsidios que en la actualidad mantiene Ecopetrol a los consumidores son altamente regresivos y benefician a los consumidores de altos ingresos. Según este estudio, que se basa en las estadísticas de la encuesta de ingresos y gastos del Dane, el gasto en transporte y comunicaciones (donde se encuentra gasolina y transporte público) apenas representa el 5.9% dentro del gasto



Fuentes: Dane, Resoluciones del Ministerio de Minas y Energía, Ecopetrol y cálculos propios

total de un hogar en el grupo de los tres deciles de más bajos ingresos de la población, mientras que representan el 10.2% del gasto total en las familias de los tres deciles de mayores ingresos de la población.

Rincón y Garavito (2004) intentan responder la pregunta sobre quién disfruta los subsidios que da Ecopetrol a los consumidores de combustibles. La respuesta vuelve a ser la misma: los consumidores de altos ingresos. Rincón y Garavito (2004) hacen una alusión muy general a la encuesta de ingresos y gastos y argumentan que, dado que los consumidores de mayores ingresos son los que hacen un mayor gasto de bienes y servicios (entre estos la gasolina), son ellos precisamente los que se benefician de un precio interno menor de los combustibles. Adicionalmente, hacen un cálculo que resulta interesante: miden la participación del precio de la gasolina en el IPC por niveles de ingreso, con lo que demuestran que el mayor impacto inflacionario de un alza en el precio de la gasolina regular, la absorberían los hogares de ingresos medios y altos.

Por otro lado, un nuevo estudio del Confis (2004B) confirma la revelación hecha por Rincón y Garavito (2004) en cuanto a que el impacto

inflacionario de un precio de la gasolina mayor recaería principalmente sobre los hogares con ingresos altos. Sin embargo, este estudio hace una prueba sobre la desigualdad del ingreso que es aún más contundente. Según el Confis (2004B), el coeficiente de Gini, que determina qué tan igualitaria es la distribución del ingreso en una economía, disminuye ante aumentos en los precios de la gasolina regular y el ACPM, aunque los cambios son leves. No obstante, por lo menos se puede concluir que cualquier aumento en los precios de la gasolina no perjudica la actual distribución del ingreso del país.

Así las cosas, lo que en resumen demuestran estos estudios previos es que incrementar el precio de los combustibles líquidos NO afecta a los más pobres. Esto se deriva de que dicha política de desmonte termina siendo progresiva pues el mayor costo lo asumen los hogares de mayores ingresos y, adicionalmente, no distorsiona la actual distribución del ingreso. Ésta puede incluso mejorar en algunos casos.

**Mito 3:  
Colombia como país petrolero**

El último mito radica en que si Colombia es un país petrolero por qué no vende la gasolina barata, como lo hace, por ejemplo, Venezuela.

En este punto es importante recalcar que Colombia NO es un país petrolero. Si hacemos una comparación entre las cifras de reservas probadas de países que se consideran petroleros a nivel mundial y las reservas probadas de Colombia, encontramos que nuestras reservas son escasas comparadas con las de los países pertenecientes a la Organización de Países Exportadores de Pe-

tróleo (OPEP) e incluso con las de países como Rusia. En efecto, hasta 2005 las reservas probadas de Colombia apenas alcanzaban los 1.500 millones de barriles, mientras que las de países como Arabia Saudita llegaban a superar los 261.000 millones de barriles y las de Venezuela a 77.000 millones de barriles (gráfico 3). Esto significa que las reservas venezolanas son 51 veces las reservas de Colombia (sin contar las que están actualmente en proceso de certificación), lo que explica por qué nuestro vecino vende la gasolina a un precio tan bajo a sus ciudadanos.

En cuanto a la producción, las respuestas también saltan a la vista. Después del pico de producción del país que se alcanzó con 815 kbpd en 1999, la producción nacional ha venido cayendo rápidamente y en los últimos años se ha estabilizado entre apenas 500 y 530 kbpd (gráfico 4). Los esfuerzos que han hecho las autoridades energéticas nacionales sólo han alcanzado para disminuir la pendiente de reducción de la producción que se traía en años anteriores y para correr la fecha en que nos volveremos importadores netos de petróleo. De esta forma, más temprano que tarde la gasolina que se vende en el mercado nacional tendrá que ser importada y el subsidio que actualmente da Ecopetrol a los consumidores pasará de ser un costo de oportunidad, como lo es en la actualidad, a convertirse en un costo real que se reflejará en las cuentas de la estatal petrolera.

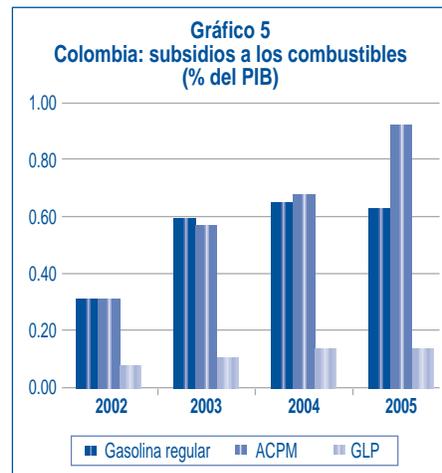
Hasta diciembre de 2005 el subsidio que le otorgaba Ecopetrol a los consumidores de combustibles líquidos se valoraba en 1.71% del PIB (más de \$4 billones) (gráfico 5). Sin embargo, dicho subsidio no genera pérdidas contables para Ecopetrol. En realidad este subsi-



\* En la actualidad hay 238 miles de millones de barriles en proceso de ser certificados.  
Fuentes: Agencia Internacional de Energía y Ecopetrol.



Fuentes: Confis y Ecopetrol.



Fuentes: Confis y Ecopetrol

dio es el costo de oportunidad que está asumiendo Ecopetrol por no vender este combustible internacionalmente sino por suministrarlo al mercado nacional. Éste se cuantifica con base en la siguiente fórmula:

$$Subs. y = (PPIy - IPy) \times Qy$$

Donde Subs. y = subsidio total al combustible y, PPIy = precio paridad por importación por galón de combustible y, IPy = ingreso al productor por galón de combustible y, Qy = galones vendidos de combustible y.

El concepto “costo de oportunidad” surge porque al ser Ecopetrol el dueño del petróleo que extrae de los campos nacionales, cualquier precio por encima de sus costos operativos refleja una ganancia contable para la empresa, pero cualquier precio por debajo del precio de importación refleja una pérdida de oportunidad de negocios para Ecopetrol en el mercado internacional. De esta manera, pese a que en la actualidad los subsidios no están afectando los estados de resultados de la estatal petrolera, de mantenerse el actual nivel de precios internos a los consumidores, y ante la escasez petrolera de principios de la próxima década, lo más probable es que Ecopetrol otorgue un subsidio efectivo que iría contra el balance de la empresa. En la actualidad el subsidio efectivo ya se está otorgando en el caso del ACPM, aunque en una pequeña proporción (Ecopetrol importará 3.1 kbpd de ACPM este año, según el Plan Financiero 2006). Ante esto, la señal de precios acertada para un país con petróleo, más no petrolero, es ajustar los precios hacia arriba para que el mercado se entere de la escasez del recurso

y decida “racionalmente” sustituirlo o dejar de consumirlo.

### ¿Quiénes ganarían y quiénes perderían con el alza en el precio de los combustibles?

El primer ganador ante un incremento en el precio de los combustibles sería Ecopetrol. La empresa petrolera recibiría un ingreso al productor equivalente al precio de importación de los combustibles, y con base en eso sus ingresos por ventas nacionales se incrementarían. Otros ganadores serían las empresas petroleras privadas internacionales que quisieran participar en el negocio de la refinación en el país. Aquí, el incremento del ingreso al productor hacia el precio de importación incentivaría la competencia en la rama de refinación de la cadena de producción de combustibles nacional. Según Barrios (2002A), una de las explicaciones para la actual inexistencia de actores diferentes a Ecopetrol en el negocio de la refinación son los precios subsidiados. Así las cosas, el incremento del precio que recibe el refinador (o ingreso al productor) podría dar una señal clara a otras petroleras privadas que quisieran entrar a este negocio en el país.

Otro ganador sería el fisco nacional por diferentes vías. Por un lado, las mayores ventas de Ecopetrol deberían traducirse en mayores utilidades que a su vez generarían un resultado fiscal superior para el Sector Público Consolidado. De igual manera, el Gobierno Central recibiría mayores recursos gracias a los dividendos que recibiría de la estatal petrolera y por un mayor recaudo de IVA en el precio de la gasolina. Finalmente, las regiones recibirían una “tajada” gracias al incremento en la sobretasa ante un

eventual mayor precio de los combustibles y un leve ingreso por regalías. Por ejemplo, ante una disminución de \$1.5 billones en el subsidio que en la actualidad otorga Ecopetrol, es decir, menos del 50% del subsidio actual o el equivalente a una reforma tributaria, el Sector Público Consolidado tendría ingresos adicionales superiores a \$2 billones (0.8% del PIB) en el primer año. Estos mayores ingresos se distribuirían entre el mayor superávit fiscal de Ecopetrol (0.5% del PIB), el mayor recaudo por IVA del Gobierno Central (0.1% del PIB) (sin incluir los mayores dividendos que llegarían en el segundo año) y un mejor resultado fiscal de la regiones (0.2% del PIB). Este último se generaría por los mayores ingresos de sobretasa a la gasolina y las regalías que recibirían los municipios y departamentos por el mayor precio de los productos refinados (cuadro 2).

Los últimos ganadores serían los consumidores de bajos ingresos. Como hemos descrito anteriormente, el mayor costo de un precio de la gasolina elevado lo asumen los consumidores de ingresos altos y me-

dios. Así, los consumidores de bajos ingreso podrían verse beneficiados si son los destinatarios de programas sociales que el gobierno ejecute con el mayor recaudo al eliminar los subsidios implícitos en el precio de los combustibles.

Por el lado de los perdedores, aparecen entonces los consumido-

La señal de precios acertada para un país con petróleo, más no petrolero, es ajustar los precios hacia arriba para que el mercado se entere de la escasez del recurso y decida “racionalmente” sustituirlo o dejar de consumirlo.

res de gasolina que tienen altos ingresos, quienes asumirían principalmente el costo de incrementar los precios de estos combustibles líquidos. Sin embargo, estos hogares, al ser de altos ingresos, pueden cubrirse ante este eventual perjuicio. Las formas de protección serían la sustitución por combustibles baratos (gas natural por ejemplo) o evitar el uso de vehículos que funcionan con esos combustibles, dos consecuencias que si se analizan a fondo son las señales que el regulador (Ministerio de Minas y Energía) debe finalmente dar en un país con poco petróleo.

Los otros perjudicados serían los transportadores (que son los que utilizan los combustibles como un insumo para alimentar su negocio). Sin embargo, entre sus decisiones como empresarios estarían la de cambiar el tipo de combustible por otro de menor costo, mejorar el uso del mismo, o reemplazar sus vehículos por otros que consuman menos

	\$ miles de millones	% del PIB
Ecopetrol	1.500	0.5
Gobierno Central	240	0.1
Regiones	475	0.2
<b>Total</b>	<b>2.215</b>	<b>0.8</b>

Fuente: cálculos propios.

combustible. En esto último cabría el argumento de que para ellos también debe ser válida la señal que muestra el regulador al aumentar el precio de los combustibles. Por último, los transportadores pueden recurrir a optimizar su función de producción, buscando mejoras en otras partes de su proceso productivo.

### Conclusiones

La discusión sobre el tema energético en el país, y específicamente sobre la fórmula para calcular el precio interno de los combustibles, ha estado rodeada principalmente de tres mitos. Los contradictores de la actual metodología para calcular el precio de la gasolina regular y el ACPM hablan del impacto inflacionario, de razones distributivas y de la solvencia petrolera del país para argumentar que los precios de estos combustibles no pueden aumentar de la forma en que lo han hecho desde 1999.

Sin embargo, las razones de los contradictores de la política de desmonte de los subsidios a los precios de los combustibles líquidos parecen haberse quedado en el pasado, y no han evolucionado con la estructura económica del país. En este artículo hemos intentado esbozar argumentos técnicos, utilizando estudios anteriores y correlaciones simples para confirmar la baja influencia del incremento del precio de la gasolina en variables como la inflación y la distribución del ingreso, y para detallar las diferencias entre un país petrolero y uno con petróleo, como Colombia.

Los estudios técnicos confirman la leve influencia de las elevaciones de precios de los combustibles líqui-

dos en el aumento del nivel general de precios (IPC). Adicionalmente, confirman la progresividad de una medida que eleve estos precios al consumidor, porque serían los hogares de ingresos altos y medios los que asumirían los incrementos. Por otra parte, se evidencian las diferencias en términos de *stock* de petróleo entre países petroleros como Venezuela y países con petróleo como Colombia, lo que permite entender las diferencias en materia de política energética de los dos países. Finalmente, el positivo efecto fiscal que traería la disminución del actual subsidio a los combustibles, es otro argumento clave a favor de la continuación de la política de desmonte

de dichos subsidios y por consiguiente, de elevación de los precios a los consumidores.

Así las cosas, las señales que ha estado mandando el regulador energético del país en los últimos años son las adecuadas. La teoría económica enseña que en mercados con escasez la señal de precio debe ser la de elevación. Así ha ocurrido en Colombia y así deberá seguir siendo. De esta manera, el Gobierno Nacional debe asumir el reto político de evitar que argumentos anti-técnicos permeen su política de desmonte de subsidios a los combustibles, y los colombianos debemos prepararnos para pagar el galón de gasolina a más de \$8.000. 

### REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anif (2006), "La demanda por combustibles y la contaminación ambiental en Colombia", *Informe Semanal* No. 822, marzo, Bogotá.
- Anif (2005), "Vaivenes del IVA: el caso de los combustibles", *Informe Semanal* No. 799, septiembre, Bogotá.
- Barrios (2003), "¿Existen los subsidios a los combustibles en Colombia?", *Revista Carta Petrolera* No. 104, enero-febrero, Bogotá, Ecopetrol.
- Barrios, A. (2002A), "Precio de los combustibles en Colombia: un recuento de la política Nacional", *Boletín del Observatorio Colombiano de Energía* No. 5, marzo, Bogotá, Universidad Nacional de Colombia.
- Barrios, A. (2002B), "El mercado de los combustibles en Colombia: un balance del gobierno Pastrana 1998-2002", *Boletín del Observatorio Colombiano de Energía* No. 4, febrero, Bogotá, Universidad Nacional de Colombia.
- Energía* No. 7, octubre, Bogotá, Universidad Nacional de Colombia.
- Confis (2006), "Cierre fiscal 2005", Documento Asesores No.3 de 2006, marzo, Bogotá, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- Confis (2004A), "Impacto fiscal de la política de desmonte de los subsidios a los combustibles", *Boletín de Coyuntura Fiscal*, agosto, Bogotá, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- Confis (2004B), "Magnitud del Subsidio a los combustibles e impacto fiscal de la nueva política de desmonte", *Boletín de Coyuntura Fiscal*, octubre, Bogotá, Ministerio de Hacienda y Crédito Público.
- Rincon, H. y Aarón Garavito (2004), "Mercado Actual de la gasolina y del ACPM en Colombia e inflación", *Borradores de Economía*, marzo, Bogotá, Banco de la República.

# El TLC andino en el contexto de Colombia

Hernán Vallejo G.\*

## I. Introducción

El 18 de noviembre de 2003 se iniciaron las negociaciones de un TLC Andino entre Estados Unidos y Colombia, Ecuador y Perú. Desde entonces se realizaron catorce rondas de negociación, y gran cantidad de consultas, incluso después del cierre de las negociaciones el 27 de febrero de 2006. En este artículo se presenta el TLC Andino dentro del marco general de la política económica y social colombiana, argumentando que el TLC es en esencia una política de eficiencia. Luego se presentan varios fundamentos económicos que permiten identificar las oportunidades y los retos que un acuerdo de esta naturaleza generaría para la economía colombiana. Finalmente, se trata de identificar las razones por las cuales ha tenido sentido negociar el TLC, a pesar de los otros retos que Colombia tiene en materia institucional, fiscal y social.

## II. Contexto

Para comenzar, es importante tener en cuenta cuál es el papel de la

política comercial dentro del contexto de la política económica y social de una nación, con el fin de evitar sobrestimar –o subestimar– sus alcances. El gráfico 1 presenta un esquema general de la forma como las políticas económicas y sociales influyen sobre el crecimiento económico.

En la base de las políticas para el crecimiento económico con progreso social están las instituciones, que pueden ser interpretadas como la capacidad de los países para respetar la vida, la honra y los bienes de todos sus habitantes. Como anclaje está la estabilidad macroeconómica que in-

cluye las políticas monetaria, cambiaria y fiscal, y que puede ser interpretada como la capacidad de los precios para reflejar en el corto, mediano y largo plazo, el costo de oportunidad de todos los bienes, servicios y factores. Las políticas de eficiencia –que abarcan las medidas sobre regulación, competencia y comercio internacional– buscan lograr un mejor aprovechamiento de todos los recursos disponibles, incluyendo la tierra, el trabajo y el capital. Finalmente, están las esenciales políticas de protección social, incluyendo las redes de asistencia social, y las políticas de educación, salud y empleo.

Naturalmente, los cuatro grandes componentes del crecimiento econó-



Fuente: elaborado por el autor según su interpretación de la literatura sobre crecimiento económico con progreso social.

\* Profesor-investigador del CEDE, Universidad de los Andes. Este artículo es una versión resumida del documento CEDE 2006-12, preparado para el foro “Evaluación del TLC Estados Unidos – Países Andinos: retos y posibilidades” organizado por la Fundación Buen Gobierno, la Universidad de Miami, la Universidad de los Andes y el senador Carlos García. Agradezco a Luis Eduardo Quintero y a Luis Ernesto Taborda su labor como asistentes de investigación.

mico con progreso social están relacionados los unos con los otros. Lo anterior también implica que para el crecimiento económico con progreso social no hay fórmulas mágicas, y que para lograrlo se requiere alcanzar un buen balance en los cuatro componentes señalados.

### III. Eficiencia y TLC

En el contexto presentado en la sección anterior, es necesario recordar que la política comercial es en esencia una política para buscar una mayor eficiencia en la asignación de recursos. La forma como la política comercial contribuye a estimular la eficiencia se apoya, por ejemplo, en el hecho de que la gran mayoría de los países del mundo son tomadores de precios en una gran cantidad de mercados. Por lo tanto, entre mayor exposición haya a la competencia internacional, más fácil será lograr que los demandantes y oferentes de bienes y servicios se comporten como si fueran tomadores de precios, es decir, como si fueran agentes operando en mercados competitivos.

Naturalmente, una política comercial bien diseñada no elimina por completo la posibilidad de que algunos agentes nacionales o extranjeros mantengan su poder de mercado. Por esta razón, es importante tener un capítulo sobre política de competencia dentro de un acuerdo comercial como el TLC Andino.

### IV. Fundamentos económicos

Las teorías del comercio internacional explican que, en general, todos los países participantes pueden ganar con el comercio internacional, independientemente de su tamaño o nivel de desarrollo, tanto con mercados competitivos como con mercados no competitivos.<sup>1</sup> En este artículo se hará énfasis en algunos princi-

pios económicos que contribuyen a clarificar muchas de las dudas que suelen surgir con relación a la política comercial en general, y al TLC Andino en particular. Esos principios son:

#### 1. La exportaciones y las importaciones van de la mano

Muchas personas se preguntan cómo es posible que un país pequeño y en desarrollo como Colombia se abra al libre comercio con un país como Estados Unidos, si en este último hay un gran desarrollo tecnológico, y por su sólo tamaño podría arrasar nuestra economía. Otros le temen a China, ya que con su mano de obra barata y con sus enormes recursos también podría inundar nuestra economía con todo tipo de productos.

La clave para entender por qué no es cierto que Estados Unidos, China o cualquier otro país vaya a arrasar la economía de Colombia, es que el país que desee importar más, debe pagar por esas importaciones. Esa mayor demanda por importaciones genera una mayor demanda por divisas y esa mayor demanda por divisas devalúa la tasa de cambio real –si asumimos todo lo demás constante–, promoviendo así las exportaciones.

Para muchos lectores esta explicación podría parecer una simple teoría alejada de la realidad. Pero las cifras confirman que esta teoría explica bastante bien lo que sucede en el mundo real, como lo han estudiado con rigor estadístico Wo (2000) y Wo *et al* (2001). De hecho, en el gráfico 2 se muestran las importaciones y las exportaciones de Colombia en los últimos treinta años. En él se puede apreciar que el crecimiento de las importaciones colombianas se incrementó a partir de 1990. Pero lo mismo sucedió con las exportaciones y en el año 2005, quince años después del llamado proceso de apertura económica, las importaciones y las ex-



Fuente: Departamento Nacional de Planeación (2006).

portaciones colombianas tenían prácticamente el mismo valor.

Por supuesto, las exportaciones y las importaciones no siempre son iguales. En unos años las importaciones son mayores que las exportaciones, y en otros años sucede lo contrario. Eso se puede explicar por la presencia de movimientos de capital, ya sea en forma de préstamos o de inversión extranjera directa. Pero dichos movimientos no son más que comercio intertemporal. Si un país recibe créditos externos o inversión extranjera con entrada de divisas, en el presente podrá importar más a cambio de exportar más en el futuro, para poder generar las divisas requeridas para el pago de los rendimientos y del capital.

La tendencia de las exportaciones y las importaciones a moverse juntas nos explica, primero, que Colombia sí puede. No es cierto que la economía colombiana haya sido arrasada por estar más expuesta a la competencia internacional en los años no-

<sup>1</sup> Estudios como los de Cox y Harris (1985), Smith y Venables (1988) y Rutherford y Tarr (2002) han cuantificado que en mercados con competencia imperfecta, las ganancias del comercio suelen ser incluso mayores que las ganancias cuando los mercados no tienen imperfecciones.

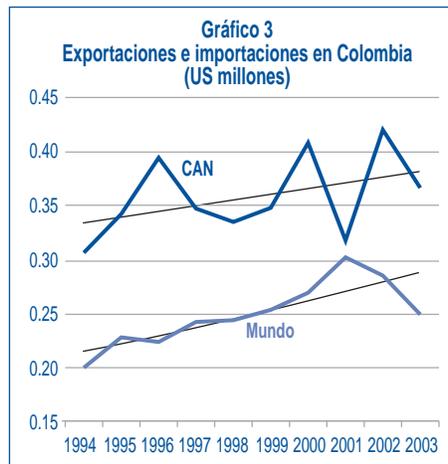
venta. Segundo, la política comercial es un instrumento poderoso de asignación de recursos: hemos dejado de emplear trabajo, capital y tierra en sectores en los que no éramos suficientemente competitivos, y hemos utilizado más nuestros factores en sectores en los que somos eficientes en el mercado internacional.

## 2. El patrón de comercio cambia con el tiempo

Algunos observadores afirman que cuando un país pequeño y en desarrollo se abre al libre comercio, se ve condenado a la exportación de bienes básicos de origen agrícola y minero. Esta afirmación no es cierta. En la medida en que cambia la dotación de factores por efectos de la educación y la experiencia en el trabajo, y por efectos de la acumulación de capital, el patrón de comercio va cambiando con el tiempo.

Con el fin de identificar qué le ha venido sucediendo a Colombia en términos del tipo de bienes que exporta e importa, un indicador útil es el llamado índice de Grubel y Lloyd. En la medida en que dicho índice aumenta, el comercio de un país tiende a ser intraindustria, al exportar e importar productos similares, más elaborados, o basados en industrias con economías de escala. En la medida en que dicho índice disminuye, el comercio de un país tiende a ser interindustria, exportando e importando productos distintos.

Como se puede apreciar en el gráfico 3, entre 1994 y 2003 y en pleno proceso de la llamada apertura económica colombiana, la tendencia de nuestro índice de Grubel y Lloyd ha venido aumentando, no sólo con la Comunidad Andina de Naciones, sino también con el mundo como un todo. En otras palabras, las cifras confirman que el patrón de comercio de Colombia ha venido cambiando con el tiempo.



Fuente: cálculos del autor basado en Dataintal web 4.1 (2005), datos CIUU Rev 3 a 3 dígitos.

## 3. El libre comercio genera ganancias en bienestar vía exportaciones e importaciones

Este principio se puede sintetizar en los siguientes conceptos básicos. La economía estudia cómo las sociedades asignan sus recursos escasos para satisfacer necesidades crecientes. Las exportaciones son el uso de recursos escasos nacionales para satisfacer las necesidades crecientes de los habitantes de otros países. ¿Qué sentido tiene entonces exportar? La única razón de fondo para querer exportar, para promover las agendas de modernización de las empresas y el mejoramiento de la infraestructura para el comercio exterior, es para poder importar. Pues una importación no es más que el uso de los recursos escasos de otros países, para satisfacer las necesidades crecientes de los habitantes de una nación.

Desconocer que el libre comercio genera ganancias en bienestar vía exportaciones e importaciones puede dar lugar a lo que el autor de este artículo llama “el mal del negociador”. Las presiones de grupos de interés pueden hacer que en medio de una negociación se logre evitar el acceso real de la contraparte al mer-

cado nacional. Pero desde el punto de vista económico, lo que a veces es presentado como un triunfo del país en la negociación, puede terminar siendo una pérdida de bienestar para el país como un todo.

## 4. La disputabilidad de los mercados es más importante que la concentración

Es común que analistas económicos argumenten que la existencia de pocas empresas en un mercado es contraproducente para aspectos como la distribución del ingreso, pues se generan rentas económicas que quedan en manos de unos pocos miembros de la sociedad. Sin embargo, en la organización industrial moderna se argumenta que más importante que el grado de concentración de un mercado es la facilidad de las empresas nacionales o extranjeras para entrar o salir de ese mercado.

Cuando un país reduce sus barreras efectivas al comercio exterior, simple y llanamente vuelve sus mercados más disputables. Y es precisamente eso lo que induce una asignación más eficiente de los recursos económicos, independientemente de que en el mercado terminen operando una, dos, cien, o trescientas mil firmas.

De otro lado, en ciertos casos el número reducido de firmas que operan en un mercado se debe a que las estructuras de costos son tales que no permiten que más firmas puedan operar rentablemente en ese mercado, dando lugar a lo que los economistas llaman monopolio u oligopolio natural. En estos casos y asumiendo todo lo demás constante, mercados más grandes permiten la operación rentable de más firmas que mercados más pequeños, y por lo tanto, dar y recibir acceso real a mercados más grandes se presta para hacer los mercados más disputables, y para que –todo lo

demás constante- más firmas puedan operar en esos mercados.

### 5. La sutil relación entre libre comercio y crecimiento

Identificar la relación entre el libre comercio y el crecimiento no es tarea fácil por las siguientes razones: primero, ya se ha planteado acá que son muchos los determinantes del crecimiento económico, y no basta con comparar simplemente la evolución de la política comercial con la evolución del crecimiento económico, pues hay que controlar muchas otras variables. Segundo, no es fácil medir muchas de las variables involucradas. Tercero, es difícil diseñar una estimación que controle cabalmente múltiples problemas como la determinación simultánea del crecimiento económico y algunas políticas, errores de medición, y demás violaciones a los supuestos estadísticos utilizados.

Por todo lo anterior, no es sorprendente que al revisar la literatura sobre el crecimiento económico, algunos autores encuentren que el libre comercio tiene un efecto positivo y significativo para el crecimiento económico, como en los casos de

Levine y Renelt (1992); Edwards (1998); Frankel y Romer (1999); Noguer y Sicart (2005); Wacziarg y Welch (2003); otros autores encuentran que el efecto del comercio sobre el crecimiento no es significativo, como en el caso de Rodríguez y Rodrik (1999), y otros encuentran tanto efectos positivos y significativos, como efectos no significativos, como en el caso de Sala-i-Martin (1997). Lo que es muy difícil de hallar es un estudio serio que muestre que dar acceso real a los mercados sea malo para el crecimiento económico de una nación.

### 6. Alcances y limitaciones de los acuerdos preferenciales de comercio

Cuando un país es pequeño y a nivel multilateral no tiene capacidad para fijar agenda y ritmo de negociación, puede utilizar los acuerdos preferenciales de comercio como un mecanismo para adelantar su política comercial con mayor autonomía. Sin embargo, debe tener cuidado. La principal razón es que los acuerdos preferenciales de comercio discriminan entre miembros y no miembros. Y en economía, la discriminación

puede traer beneficios, pero también costos. En ese sentido, una herramienta como el TLC Andino debe entenderse como un paso en la dirección correcta, mas no como el final del camino.

Es por ello que tener claras las prioridades de política comercial es fundamental. En el cuadro 1 se muestra que si Colombia negocia y aprueba el TLC Andino, y termina de negociar acuerdos preferenciales de comercio con la Unión Europea y con los países de América con los cuales todavía no lo ha hecho –como Canadá, y países de Centroamérica y del Caribe–, lograría que entre el 90% y el 95% de su comercio potencial fluyera con mayor libertad.

Por lo tanto, es necesario aprovechar el capital humano desarrollado –particularmente en el curso de las negociaciones del TLC Andino– para lograr los mejores acuerdos preferenciales de comercio posibles con los principales socios comerciales con los cuales aún no se tiene ese tipo de pactos. También es necesario que Colombia avance en su agenda de acuerdos comerciales participando y contribuyendo simultáneamente en el frente multilateral de la Organización Mundial de Comercio, en la medida en que las circunstancias así lo permitan.

### 7. El libre comercio genera impactos distributivos

Aunque el libre comercio es una política en la cual todos los países participantes pueden ganar, hay sectores y factores que ganan, y hay otros que pierden, por lo menos a corto plazo. Son precisamente esos efectos distributivos los que mejor explican por qué existen barreras al comercio mundial en la actualidad, y por qué liberar el comercio no es tarea fácil ni en Colombia, ni en sus socios andinos, ni en Estados Unidos, ni en los demás países del mundo.

**Cuadro 1**  
**Potencial de comercio de los acuerdos preferenciales para Colombia**

Datos de Colombia		Datos de América Latina		Datos del mundo	
APC	Porcentaje	APC	Porcentaje	APC	Porcentaje
ALCA	83.81	ALCA	76.97	ALCA	76.30
NAFTA	71.82	NAFTA	61.00	NAFTA	50.27
EE.UU	67.77	EE.UU	56.31	EE.UU	44.58
Canadá	1.80	Canadá	2.03	Canadá	2.39
México	2.25	México	2.66	México	3.30
CAN	6.26	CAN	7.74	CAN	13.69
MERCOSUR	4.00	MERCOSUR	6.30	MERCOSUR	7.89
OTROS	1.74	OTROS	1.92	OTROS	4.44
UE	10.72	UE	14.23	UE	14.05
RDM	5.46	RDM	8.80	RDM	9.66

Fuente: Vallejo (1999).

De otro lado, resulta complejo identificar sectores y productos ganadores y perdedores, debido a que es muy difícil modelar la iniciativa, la creatividad, y la recursividad de los empresarios nacionales y extranjeros. También es difícil modelar las políticas que se aplicarán en el futuro en diferentes países del mundo. Y todos estos elementos son críticos en el éxito o fracaso de un producto, o de un sector.

En términos de los efectos de liberar el comercio sobre la distribución del ingreso en el país como un todo, reflejada por ejemplo en un indicador global como el coeficiente de Gini, estudios como Behram *et al* (2000) han mostrado que después de controlar todas las variables que afectan la distribución agregada del ingreso, como la tecnología, las normas laborales, las reformas financieras y el gasto del gobierno, la liberación del comercio tiene un efecto que no es significativo sobre la distribución agregada del ingreso.

Algunos analistas consideran que si la liberación del comercio no tiene un efecto significativo sobre la distribución agregada del ingreso, entonces no debería ser una política prioritaria. En el fondo, lo que hacen esos analistas es, por un lado, pedirle demasiado a la política comercial, y por el otro, olvidar que el fuerte de la misma tiene que ver con la asignación eficiente de recursos, más que con aspectos de la protección social.

De cualquier forma, los efectos distributivos del comercio son elementos importantes y que no deben ignorarse desde el punto de vista político. En el caso de los países con restricciones fiscales fuertes, como Colombia, los efectos distributivos se manejan, principalmente, buscando plazos de desgravación razonables con el fin de que los sectores más vulnerables tengan la posibilidad de volverse más eficientes, o de pasarse gradualmente a otro tipo de producción.

## 8. Algunos mercados internacionales están altamente distorsionados.

Existen mercados internacionales que están muy distorsionados. El caso por excelencia es el de la agricultura. Como las principales distorsiones en el sector agrícola de los países desarrollados, como Estados Unidos, los de la Unión Europea y Japón, no son negociables en el marco de un acuerdo preferencial de comercio –como el TLC Andino–, se vuelve indispensable que dichos acuerdos identifiquen aquellos sectores que se ven comprometidos por esas distorsiones, y aquellos que serían competitivos si las mismas no existieran, con el fin de diseñar una serie de herramientas que eviten que los productores domésticos se vean afectados por importaciones vendidas por debajo del costo real de producción.

El elemento técnico-político más complejo es encontrar mecanismos que neutralicen el efecto de las distorsiones internacionales sobre los precios de los productos, evitando que terminen capturados por grupos de interés pequeños pero poderosos, que podrían utilizarlos para lograr niveles de protección que van más allá de lo que ameritan las distorsiones en los mercados internacionales.

## V. ¿Y el TLC, para qué?

Como se aclaró anteriormente, el crecimiento económico con progreso social requiere avances en varios frentes, y en el caso colombiano dichos avances son importantes en aspectos críticos, como en reducir los índices de violaciones a la vida, honra y bienes de los ciudadanos, por lo menos a niveles compatibles con nuestro nivel de desarrollo, y mejorar o mantener esos índices en el largo plazo. Adicionalmente, es fundamental el establecimiento de una tecnología de

compromiso que obligue a tener en cuenta la restricción de presupuesto a mediano y largo plazo –particularmente a nivel del Gobierno Nacional Central–, con el fin de evitar hasta donde sea posible que se repitan casos de vulnerabilidad fiscal como los de finales de los años noventa. Como si fuera poco, también se requieren con prioridad avances significativos en la eficiencia y la focalización del gasto social.

Teniendo muy claro que para Colombia existen grandes retos y prioridades en materia institucional, fiscal y social, es pertinente identificar por qué tiene sentido que Colombia haya negociado el TLC Andino. Las razones pueden agruparse en tres:

### Necesidad

Colombia se ha venido quedando rezagada en su inserción en los mercados internacionales. Según cifras del Banco Mundial (2005), entre 1990 y 2002 –en el popularmente llamado período de la apertura económica– 94 países reportantes tuvieron un crecimiento de exportaciones más importaciones mayor que el de Colombia. Y fuera de eso, los principales socios comerciales de Colombia han venido integrándose cada vez más con otros países.

Porejemplo, Estados Unidos, nuestro principal socio comercial con alrededor del 50% del comercio potencial de Colombia, tenía en 2005 acuerdos preferenciales de comercio firmados con Australia, Bahrein, Canadá, Centroamérica, Chile, Israel, Jordania, Marruecos, México, República Dominicana y Singapur. Y estaba negociando con tres países andinos y adelantando negociaciones con cinco países del sur de África y con Panamá. Por su parte, la Unión Europea, con alrededor del 13% del comercio potencial de Colombia, ya tenía en 2005 veinticinco miembros oficiales y cuatro países en proceso de admisión.

### Oportunidad

Hace diez años un TLC de Colombia –y de otros dos países andinos– con Estados Unidos era considerado poco menos que imposible. En contraste, hoy en día dicho acuerdo es altamente factible. Sin embargo, la difícil y cerrada aprobación del TLC de Estados Unidos con CAFTA y el movimiento natural del péndulo ideológico y político en Colombia y en Estados Unidos impiden garantizar que en un futuro cercano, mediano y lejano Colombia vuelva a tener una oportunidad para asegurar acceso real y estable al mercado más grande del mundo.

### Credibilidad

De todos los acuerdos comerciales que ha negociado Colombia, el TLC con Estados Unidos representa fácilmente el acuerdo con mayor credibilidad. Al respecto el sector privado se ha movilizad; se ha pronunciado sobre las debilidades institucionales, los excesos de trámites, los problemas de infraestructura y las fallas en la formación de capital humano; y ha exigido correctivos.

Un TLC con Estado Unidos es un tratado serio, con señales creíbles para los agentes económicos y reglas que hay que cumplir. De hecho, si el TLC Andino se negocia y se aprueba, se vuelve también una señal creíble para socios comerciales importantes como Canadá y la Unión Europea, sobre la voluntad y el compromiso político y técnico de sacar adelante ese tipo de acuerdos.

## VI. Conclusiones

En este artículo se ha argumentado que el TLC Andino es una importante herramienta –mas no un fin en

sí mismo– en la búsqueda de una asignación más eficiente de recursos en Colombia, y que combinado con políticas sanas en materia institucional, fiscal y de protección

social, y con una hoja de ruta clara en materia de política comercial, podría redundar en mayor crecimiento con progreso social, en beneficio de todos los colombianos. **ANIF**

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Banco Mundial (2005), “World Development Indicators”, [www.worldbank.org/data/wdi2001/index.htm](http://www.worldbank.org/data/wdi2001/index.htm).
- Behrman, J., N. Birdsall y M. Székely, (2000), “Economic Reform and Wage Differentials in Latin America”, RES Working Paper Series No. 435, Research Department, Inter American Development Bank, octubre.
- Cox, D. y R. Harris (1985) “Trade liberalization and industrial organization: Some estimates for Canada” *Journal of Political Economy* 93, febrero, págs. 115-145.
- Dataintal web (2005), [www.iadb.org/intal/](http://www.iadb.org/intal/).
- Departamento Nacional de Planeación (2005), [www.dnp.gov.co](http://www.dnp.gov.co).
- Edwards, S. (1998), Openness, Productivity and Growth: What Do We Really Know?, *Journal*, vol. 108, No. 447, marzo, págs. 383-398.
- Frankel, J. A. y D. Romer (1999), Does Trade Cause Growth? *American Economic Review*, vol. 89, No. 3, junio, págs. 379-399.
- Levine y Renelt (1992), “A Sensitivity Analysis of Cross-Country Regressions”, *American Economic Review*, septiembre, págs. 942-963.
- Noguer, M. y Scicart (2005), “Trade raises income: a precise and robust result”, *Journal of International Economics* vol. 65, No. 2, marzo, págs. 447-460, Elsevier.
- Rodriguez, F. y D. Rodrik (1999), Francisco Rodriguez, Dani Rodrik (1999): “Trade Policy and Economic Growth: A Skeptic’s Guide to Cross-National Evidence”; NBER Working Paper No. W7081, disponible en: <http://www.nber.org/papers/w7081>.
- Rutherford T. F. y D. G. Tarr (2002), “Trade liberalization, product variety and growth in a small open economy: a quantitative assessment”, *Journal of International Economics*, vol. 56, No. 2, marzo, págs. 247-272.
- Sala-i-Martin (1997), “I Just Ran 4 Million Regressions”, NBER Working Paper 6252.
- Smith A. y Venables A. J., 1988, Completing the internal market in the European Community: some industry simulations, *European Economic Review*, 32.
- Vallejo, H. (1999), “Socios comerciales naturales y desempeño del comercio bilateral colombiano: evidencia desde 1960 hasta 1996” Planeación y Desarrollo, Bogotá, D.C., Departamento Nacional de Planeación, vol. XXX, abril - junio, No. 2.
- Vallejo, H. (2004), “El TLC Andino en el contexto de Colombia”, CEDE 2006-10.
- Wacziarg, R. y K. Welch (2003), “Trade Liberalization and Growth: New Evidence”, NBER Working Paper No. 10152, diciembre.
- Wo, J. (2000) “Mean reversion of the current account: evidence from panel data unit root test”, *Economic letters* 66, págs. 215-222.
- Wo, J. et al (2001), “Are current account deficits sustainable: evidence from panel cointegration”, *Economic letters* 72, págs. 219-224.

# Crónica de burbujas especulativas anunciadas y sus correctivos\*

Después de haber inflado una traumática burbuja hipotecaria, durante el período 1993-1997, la economía colombiana se vio abocada a su estallido durante los años 1998-2002, con graves secuelas para muchos hogares e ingentes pérdidas para el sistema financiero. Afortunadamente, la economía colombiana se enrutó hacia una sólida recuperación económica en los años 2003-2006, promediando expansiones del PIB real del orden de 4.6% anual. El sector de la construcción ha sido uno de los más beneficiados, creciendo a tasas promedio de 12.1% en este período, aunque sus precios se han mantenido bajo relativo control. Por ejemplo, el índice de vivienda usada apenas creció 4.11% anual en 2005 y el de vivienda nueva 2.25% anual, con lo cual difícilmente podría argumentarse que se estaría repitiendo la nefasta historia de la burbuja hipotecaria de los años noventa.

Sin embargo, durante los años 2003-2006 se fue fraguando otro tipo de burbujas especulativas, primero en el sector bursátil y después en los bonos de deuda públi-

ca. Es útil recapitular nuevamente su origen y evolución, para que nos quede al menos claro el récord histórico para futuros episodios.

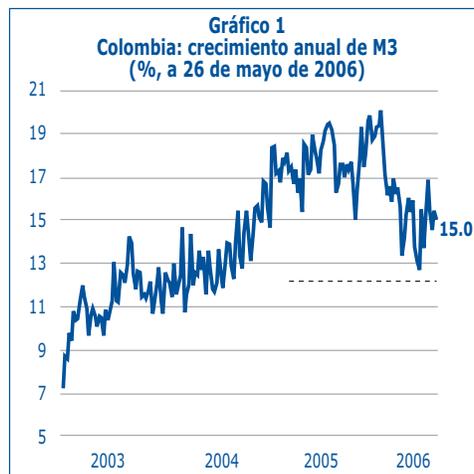
## De las burbujitas (*frots*) a las burbujas encadenadas

Curiosamente, mientras que los banqueros centrales continúan debatiendo si le corresponde o no a dicha entidad velar por la estabilidad financiera (poniendo un ojo en la inflación y el otro ojo en los mercados finan-

cieros), los mercados a futuro continúan sofisticándose y haciéndoles más difícil la tarea de evitar burbujas especulativas. El ciclo económico del período 2002-2006 ha sido catalogado a nivel mundial como uno de “superliquidez”.

Existen al menos tres razones para que esta fase expansiva en la valoración de activos haya durado tanto: 1) los cambios demográficos de los llamados *baby boomers* han hecho que muchos portafolios de largo plazo estén en su fase de liquidación; 2) la reducción del costo del llamado *carry*, lo cual invita a tomar más riesgos de corto plazo; y 3) la facilidad de transar “sintéticos” genera burbujas encadenadas (“multiburbujas”) que migran de un mercado a otro.

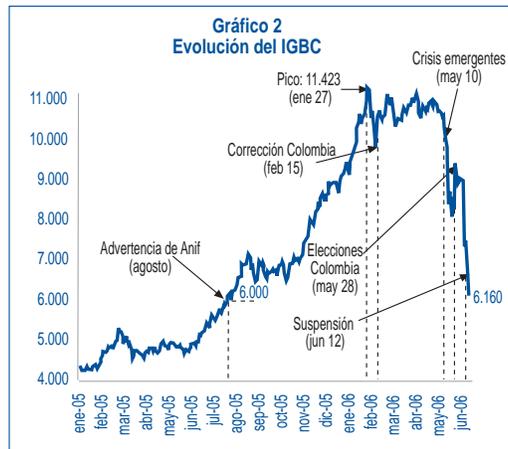
Stephen Roach (2006), famoso por anticipar burbujas, ha señalado que los banqueros centrales se mantienen adormilados por cuenta de que estas multiburbujas ahora ocurren en ambientes de baja



Fuente: Banco de la República.

\* Corresponde al Informe Semanal Anif No. 836 de junio 20 de 2006.

inflación mundial. En efecto, el ciclo de burbujas encadenadas en Estados Unidos ha sido evidente: acciones (1999-2001), bonos (2002-2003), hipotecas (2000-2006), *spreads* y *commodities* (2005-2006). ¿Qué estaba detrás de este encadenamiento y que hizo que los *frots* se volvieran “balones gigantes” que terminaron explotando? Los excesos de liquidez y las facilidades de financiamiento a futuro (los llamados “repos” apalancados).



Fuentes: BVC y cálculos Anif.

**El caso de Colombia**

Colombia no ha sido ajena a este ciclo y, como lo mencionábamos, durante el período de recuperación 2003-2006 el Banco de la República terminó expandiendo los principales agregados monetarios (Base-M1-M3) a

antiinflacionaria, lo que llevó a distorsionar en forma grave el exitoso esquema de inflación objetivo del período 2000-2003. Sencillamente, al ponerse a defender el inmemorable piso cambiario de \$2.300/dólar terminó inundando de liquidez la economía y plantando las condiciones para generar “burbujas especulativas” (ver Informe Semanal No. 813 de diciembre de 2005).

En Colombia también se han venido presentando burbujas encadenadas, sólo que sus eslabones han sido menos “apretados” y han generado algunas pausas: crediticia-hipotecaria (1993-1997); bursátil-TES (2003-2006). La crónica de estas últimas amerita algunos comentarios.

**El mercado bursátil**

Anif había señalado, en agosto de 2005, que la trayectoria de las transacciones bursátiles en Colombia se estaba encaminando hacia la creación de una burbuja especulativa (Informe Semanal No. 796). En ese entonces el Índice General de la Bolsa de Colombia (IGBC) había alcanzado los 6.000 puntos, tras valorizaciones de 62% anual, ¡¡¡lo cual arrojaba

incrementos acumulados superiores al 600% en tan sólo cuatro años!!!

Como se observa en el gráfico 2, el IGBC alcanzó niveles pico de 11.000 puntos en enero de 2006, llegando a acumular valorizaciones de 750% entre 2001 y 2006. En febrero de 2006, el IGBC registró una ligera corrección que Anif no vaciló en aplaudir, pero la carrera alcista tomó nuevo impulso en los meses de marzo-abril.

Sólo cuando la Fed elevó su tasa de interés repo a niveles de 5% anual en mayo de 2006, el mercado local finalmente entendió la inminencia de una drástica corrección. Infortunadamente, esta tardía corrección coincidió con una minicrisis de inversiones en mercados emergentes, golpeando con particular contundencia los mercados más inflados, como el del IGBC.

Durante el mes de junio de 2006, el IGBC suspendió operaciones (cayendo más de 10% en junio 12) y tuvo otros conatos similares. La “bola de nieve” generada por operaciones excesivamente apalancadas a través de “repos” (que en ocasiones comprometen créditos-garantías-respaldos de comisionistas) llevó el IGBC a niveles cercanos a los 6.000 puntos a mediados de junio de 2006 (nivel igual al señalado por Anif diez meses atrás). Esto implicó pérdidas para todos aquellos que entraron al IGBC con posterioridad al anuncio que había hecho Anif en agosto de 2005.

**El mercado de los TES**

En lo relacionado con el mercado de los TES, el gráfico 3 ilustra la “cronología” de la crisis del mercado secundario referido a los títulos a diez años. En septiembre de 2005 (Informe Semanal No. 800), Anif advirtió que el descenso en las tasas de

Al exceder esta marca, las autoridades monetarias terminaron alimentando los mercados bursátiles-TES.

tasas reales que fluctuaron entre 10%-14% real (gráfico 1). Bastaba con haber acompañado el ciclo de recuperación con expansiones monetarias de 4%-5% real. Al exceder esta marca, las autoridades monetarias terminaron alimentando los mercados bursátiles-TES. Se salvó el mercado hipotecario, que a duras penas está saliendo de su prolongada crisis (1998-2002).

¿Por qué ocurrió esto? ¿Acaso fue una decisión deliberada del Banco de la República de ponerse a inflar burbujas? No fue una decisión deliberada, pero sí resultante de una mala aplicación de la estrategia

interés de dichos títulos no guardaba mayor relación con los subyacentes de estructura fiscal, pues el costo del financiamiento público había descendido de 6.5% real a 4.5% real en tan sólo tres meses, sin que mediaran reformas de fondo (o hallazgos petroleros significativos). Como resultado de los excesos monetarios, el Gobierno Central se pudo financiar a tasas muy bajas de 2.5%-3.5% real a diez años durante el período octubre 2005-marzo 2006, teniendo déficit estructurales de 5% del PIB. Entre abril y junio de 2006, los títulos TES perdieron valor de forma pronunciada, lo cual se reflejó en una elevación de la tasa de interés a niveles de 6% real, similares a los observados un año atrás, antes de la inflación de activos.

El propio Banco de la República había estimado que un alza de la curva de rendimientos del orden de 100 puntos base podría comprometer cerca de 16% de las utilidades de las entidades crediticias. Asobancaria estimó recientemente que las pérdidas por desvalorización de TES ascendían a unos \$650.000 millones para el sector bancario entre enero-mayo de 2006. Dado que el empinamiento de la curva TES ha sido de unos 300 puntos base (en la parte larga) y que se han afectado los portafolios de todo el sistema financiero, es posible que estas pérdidas puedan llegar a comprometer el 20%-30% de las utilidades del sistema en su conjunto.

## Conclusiones

Es entonces indispensable proceder a tomar medidas correctivas para evitar que esta destorcida del

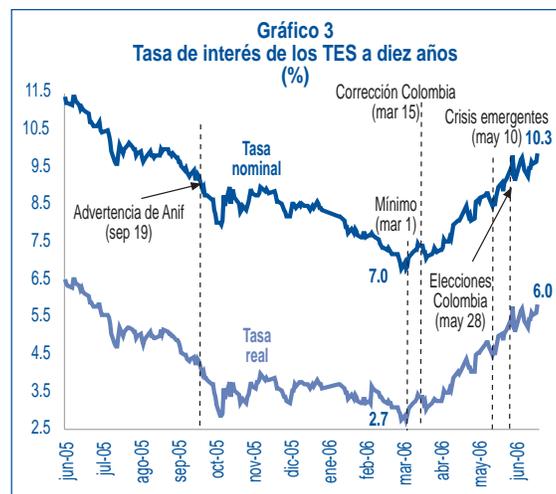
mercado bursátil y de TES llegue a tener efectos sistémicos que puedan afectar la solidez del sistema financiero colombiano. En primer lugar, consideramos que el problema debe corregirse en la fuente. Dado que la “gasolina” con que se prendió esta burbuja proviene del Emisor (en su afán por autoimponerse metas duales cambiarias-inflacionarias), es crucial extinguir dicha fuente a través de una menor laxitud monetaria. La primera medida (además esperada

ción objetivo). El instrumento debe ser el de las opciones *put* por montos grandes (US\$1.000-US\$2.000 millones), pues éste era el objetivo de haber acumulado hasta US\$15.000 millones en RIN. La ventaja de este esquema es que también permitiría recoger circulante de forma rápida (a través de intervenciones parcialmente esterilizadas), dando un soporte a lo señalado en el punto anterior. El disparador de las opciones de volatilidad debe volver a 4%, pues en su versión de 2% interfiere con una adecuada flotación (ver Diario de mayo 18 de 2006).

Por último, el Gobierno hizo bien en cambiar su composición de endeudamiento interno (80%) vs. externo (20%) en años recientes, pero esto ha encontrado una seria limitación por cuenta de la presencia de burbujas especulativas, que también han deteriorado el mercado secundario de los TES. Se requiere, en línea con los anuncios recientes del gobierno, rebalancear (50% interno y 50% externo) las fuentes de financiamiento para lo que resta

del período 2006-2007. Por esta vía también se estaría dando la señal adecuada de que ahora el *flight to quality* no puede ceñirse sólo a instrumentos en divisas, sino que es importante mantener la diversificación del portafolio.

La lección sobre la necesidad de mantener prudencia monetaria para no exacerbar la crisis por cuenta del estallido de burbujas especulativas, afortunadamente, ya nos debió quedar a todos aprendida. O ¿acaso alguien ha olvidado la crisis de la deuda pública en 1974, la crisis financiera-bursátil de 1982, la crisis crediticia-hipotecaria de 1998 o la crisis bursátil-TES de 2006? ANIF



Fuentes: SEN y cálculos Anif.

por el mercado) tiene que ser la de elevar gradualmente su tasa repo central a un umbral cercano a 6.75%-7% en los próximos meses. Lo anterior implica que los cupos de expansión también deberán irse moderando, al tiempo que se reabren las ventanillas de contracción del Emisor. Dicho de manera coloquial: *money matters* y ésta es la fuente de todas las burbujas, luego ha llegado la hora de moderar dicho grifo.

En segundo lugar, se requiere entrar a moderar las expectativas devaluacionistas, al tiempo que se retoma el esquema de flotación cambiaria (compatible con la infla-

# El Tratado de Libre Comercio (TLC) con Estados Unidos: oportunidad para el despegue económico\*

Luego de los favorables resultados electorales registrados en Colombia, las perspectivas de una pronta aprobación del TLC en nuestro Congreso lucen muy positivas. Anif considera de la mayor importancia examinar a fondo las oportunidades que nos ofrece dicho TLC, de tal manera que los empresarios y el sector público puedan aprovecharlo como un verdadero trampolín hacia el desarrollo sostenido de Colombia.

En primer lugar, cabe aplaudir el esfuerzo realizado por el equipo negociador de Colombia y su convencimiento sobre el TLC como una puerta hacia el crecimiento económico acelerado, lo cual, a su vez, implicará mayor bienestar social para los colombianos. Esta posición contrasta favorablemente con aquellas campañas políticas que se montaron recientemente sobre la base de un ciego rechazo al TLC y que cayeron derrotadas estruendosamente en Colombia. Entretanto, el rechazo al libre comercio ha empezado a frenar el desarrollo de países vecinos (Bolivia, Ecuador y Venezuela).

En segundo lugar, debemos destacar la disposición que hasta la fecha ha mostrado el empresariado colombiano para “medírsele” a los serios desafíos que representa el TLC en materia de modernización tecnológica y capacitación de la fuerza laboral.

En tercera instancia, es menester tomar conciencia sobre la importancia de poner a funcionar la llamada “agenda interna”, pues de lo contrario estas “oportunidades” se convertirán en dolores de cabeza frente a la

penetración de nuestros mercados internos, en vez de conquistar los mercados externos. Con relación a este último punto, cabe preguntarse: ¿cuál sería el objeto de haber rebajado los aranceles de ingreso a Estados Unidos de 10% a 0% si las fallas en nuestra estructura vial continuaran representando un sobre costo del 20% a las exportaciones?

**Estados Unidos: principal socio comercial de Colombia.** Las cifras de comercio exterior indican que durante 2005 Colombia le vendió a Estados Unidos cerca de US\$8.500 millones (equivalentes al 40% de sus exportaciones). Éstas incluyeron, principalmente, flores, piedras preciosas, combustibles, minerales, confecciones y café. De otra parte, Colombia compró en Estados Unidos más de US\$5.600 millones (el 29% de sus importaciones). Así, el balance comercial con Estados Unidos totalizó a favor de Colombia cerca de US\$2.800 millones en 2005 (gráfico 1).



Fuente: Dane

\* Corresponde al Informe Semanal Anif No. 835 de junio 12 de 2006.

Han sido entonces evidentes los beneficios que ha representado para Colombia el ATPA (1991-2001) y el ATPDEA (2002-2006). Con el TLC cabe esperar una dinámica comercial aún más benéfica, ojala operando desde el primer semestre de 2007, gracias al acceso que tendrán muchos otros productos con gran potencial exportador hacia Estados Unidos.

Pasemos entonces a examinar los logros ya alcanzados y el potencial que nos brinda el TLC en materia comercial de bienes y servicios.

**Panorama general.** Empecemos por señalar que Colombia obtuvo en el TLC la consolidación de *todos* los beneficios ya existentes en el ATPDEA. También logró, a través del TLC, acceso preferencial a nuevos productos, tales como tabaco, azúcar, carnes industriales y lácteos (cuadro 1). Adicionalmente, se obtuvieron mejoras sustanciales de acceso al mercado estadounidense. En efecto, se estableció un Comité Permanente para evacuar disputas sanitarias y fitosanitarias, que como se sabe representaban el mayor obstáculo para lograr “acceso real” a los mercados de Estados Unidos. La ágil operación de dicho Comité resultará crucial para impulsar el potencial exportador agrícola, especialmente en lo relacionado con frutas y hortalizas.

El acceso inmediato que tendrá Colombia a cerca del 82% de los productos provenientes de Estados Unidos beneficiará la producción del sector industrial colombiano, pues se reducirán sustancialmente los costos de los insumos y la maquinaria. Es importante resaltar que cerca del 92% de los productos que entrarán a Colombia con arancel cero corresponde a bienes de capital o materias primas que no se producen en Colom-

Producto	Contingente (ton)	% de las exportaciones
Tabaco	4.000	30,8
Azúcar	50.000	5,8
Carne de bovino	40.000	340,1
<i>Consolidación Cuota OMC</i>	35.000	297,6
<i>Cuota TLC</i>	5.000	42,5
Lácteos	9.000	38,3

Fuentes: Ministerio de Comercio, Industria y Turismo, SAC, Fedegan y cálculos Anif

bia. Este hecho hace evidente la gran complementariedad que existe entre las bases productivas de estos dos países. Adicionalmente, el 99,9% de los productos de exportación industrial de Colombia hacia Estados Unidos será de libre acceso, es decir sin costo arancelario (cuadro 2).

No cabe duda de que las Pymes serán grandes beneficiarias del TLC. En primer lugar, “su función de producción” se agilizará y abaratará gracias a la desgravación inmediata de bienes de capital y materias primas, mencionada anteriormente. En segundo lugar, este segmento logró acceso al 90% de las materias primas de metalmecánica, artes gráficas, alimentos, confecciones y plásticos. Por último, en materia de contratación pública en Colombia se obtuvo una reserva para la producción nacional

Pyme hasta por los primeros US\$125.000. Esta reserva es superior a la dejada para las Pymes de Estados Unidos (US\$100.000).

El TLC no sólo es importante para atraer la inversión extranjera directa (IED) proveniente de Estados Unidos, sino la IED proveniente de todos los demás países. Aquellos países que carezcan de preferencias arancelarias podrán ahora utilizar a Colombia como una verdadera plataforma exportadora hacia Estados Unidos. Las perspectivas de un crecimiento económico superior al 5% real anual y la materialización de las obras de infraestructura se convertirán en un claro atractivo para la IED en Colombia. Ya se empiezan a escuchar interesantes propuestas provenientes de lugares tan distantes e interesantes como China.

También cabe esperar, como beneficio generalizado, el control de la inflación vía mayor comercio internacional y la mejor calidad de los productos para el grueso de los consumidores. Todo esto gracias a que el TLC nos vinculará a una verdadera competencia internacional, donde Colombia tiene la oportunidad de volverse un líder, como hoy ya lo son Chile y México.

**Análisis sectorial.** Algunos productos no saldrán tan favorecidos del TLC y requieren de sacrificios, tal es el caso del maíz, el trigo, los cuartos traseros de pollo y el arroz. Sin embargo, los largos períodos de desgravación que se lograron para estos productos les darán suficiente tiempo para acoplarse a la nueva estructura comercial.

Pero claramente la mayoría de los sectores son ganadores netos frente al TLC. Por ejemplo, todos los productos de la cadena algodón-fibras-texti-

Canasta	Acceso de Estados Unidos a Colombia		Acceso de Colombia a Estados Unidos	
	No. de subpartidas	%	No. de subpartidas	%
A: desgravación inmediata	4.401	73,5	8.656	99,8
B: a 5 años	317	5,3	-	-
C: a 10 años	973	16,3	20	0,2
F: continúan libres de aranceles	160	2,7	-	-
K: a 7 años	52	0,9	-	-
U: reducción gradual a 5 años (10%, 10%, 30%, 20%, 30%)	83	1,4	-	-
<b>Total</b>	<b>5.986</b>	<b>100</b>	<b>8.676</b>	<b>100</b>

Fuente: Ministerio de Comercio, Industria y Turismo.

les-confecciones tienen un esquema de desgravación inmediata recíproca (tipo 0x0). También se lograron beneficios en materia de especificaciones de origen. Por ejemplo, las fibras del nailon podrán provenir de terceros países, pero en el caso de hilados/filamentos y la tela, deberán ser originarios de la región o de Colombia.

### La primera tarea será explicar todas estas oportunidades y desafíos ante el Congreso de Colombia durante este segundo semestre de 2006.

En el caso de las importaciones del sector petroquímico de Colombia, se acordó un desmonte de aranceles a siete años, cubriendo las resinas producidas en el país (polipropileno, poliestireno y PVC). En cambio, los insumos y materias primas de origen estadounidense que no se producen en Colombia tendrán desgravación inmediata. Esto beneficiará directamente a toda la industria colombiana transformadora del plástico.

También se logró negociar una regla de origen flexible para productos de tabaco, de tal manera que los exportadores de cigarrillos de Colombia puedan importar de terceros países los insumos necesarios. Esto se acordó para los primeros años de vigencia del acuerdo mientras que la producción interna de tabaco se incrementa lo suficiente para abastecer la demanda externa. Igualmente, se logró una cuota preferencial sin aranceles para 4.000 toneladas de tabaco y una desgravación a quince años.

Una de las negociaciones más difíciles tuvo que ver con la obtención de una cuota de exportación de azúcar colombiana, la cual terminó triplicándose y, además, creciendo a un ritmo

anual de 1.5%. Comparada con otras negociaciones bilaterales, estos contingentes de exportación de azúcar no tienen antecedentes equiparables.

En oleaginosas, los grandes beneficios no provienen del TLC como tal, sino que surgen de los cambios de la demanda estadounidense a favor de las grasas tropicales provenientes de la palma. Éstas tienen menores contenidos de los llamados “ácidos trans” que, por cuestiones de salud, vienen incrementando su demanda. Sin embargo, el TLC le permite al país participar en este cambio de preferencias de los consumidores estadounidenses.

Adicionalmente, está de por medio todo el tema de los biocombustibles. Estados Unidos ha iniciado una agresiva campaña de alternatividad energética. Así, el etanol (proveniente de la caña de azúcar) podrá ingresar a Estados Unidos sin arancel, mientras que el proveniente de Brasil actualmente paga hasta US\$0.54 por galón. Algo similar estará ocurriendo con la producción de biodiésel (proveniente de la palma) que se origina desde Colombia.

**Conclusiones.** Tal como se ha venido insistiendo, el TLC no es la solución a todos los problemas de Colombia, pero es una gran oportunidad para explotar todas las oportunidades exportadoras antes comentadas. El desafío es materializar esas oportunidades y la pieza clave tiene que ver con el desarrollo de la infraestructura de carreteras y puertos. Sin IED será muy difícil realizar estos proyectos con la prontitud y eficiencia requeridas.

La primera tarea será explicar todas estas oportunidades y desafíos ante el Congreso de Colombia durante este segundo semestre de 2006. A renglón seguido será indispensable afinar esta pedagogía ante la Corte Constitucional colombiana. En para-

lelo, la Cancillería y todo el equipo negociador deberán volcarse hacia el ámbito internacional para lograr allí también una pronta ratificación.

En este frente internacional también será clave lo que ocurra en Perú. Como es sabido, el actual Congreso peruano va contrarreloj para lograr su aprobación, ya que el nuevo Congreso entrará en julio de 2006 y allí las mayorías elegidas se han declarado en contra de la ratificación del TLC.

En el caso de Estados Unidos también existen nubarrones. Por ejemplo, en las elecciones legislativas de “mitaca” seguramente el Partido Demócrata intentará recuperar sus mayorías legislativas a través de votar en contra de los tratados de libre comercio. Recuérdese que en el caso del CAFTA esta pugna partidista casi logra hundir dicho tratado y, a la fecha, algunas facciones republicanas se han manifestado en contra de nuevos TLC.

En el caso de Colombia las fuerzas políticas están a favor del TLC. Sin embargo, su ratificación en el Congreso no puede entrar en la “piñata fiscal” de los subsidios para todos los supuestos perdedores. Anif considera que el gobierno debe “afinar bien el lápiz fiscal” para focalizar dichos subsidios y asegurarse de que éstos sólo se dan por un tiempo prudencial, mientras viene el acoplamiento a la nueva estructura comercial. La estrechez fiscal del país indica la importancia de obrar con mucha prudencia en este frente.

En síntesis, no está de más señalar que a la hora de evaluar lo alcanzado en materia de TLC por parte de Colombia, la vara de comparación debe tener un carácter relativo. Esta vara debe trazarse respecto a lo alcanzado por otros países frente a Estados Unidos. Con esta métrica no cabe la menor duda de que Colombia salió más airosa que Chile, Centroamérica y el propio Perú. La premura de este último no significó sacar la mejor partida. **ANIF**

# Las elecciones presidenciales de mayo de 2006 y la agenda económica\*

Coincidiendo con el vaticinio que había hecho Anif a través de su “árbol de probabilidades electorales” en junio 27 de 2005 (Informe Semanal No. 788), el presidente Uribe logró su reelección inmediata en primera vuelta, tras conocerse los resultados de los comicios electorales del pasado 28 de mayo de 2006. En aquella ocasión expresamos que, bajo el escenario de un sí de la Corte Constitucional a la reelección inmediata y la configuración de un Toapur (todos apoyan a Uribe), existía un 75% de probabilidad de triunfo del presidente Uribe en primera vuelta.

Más aún, la probabilidad acumulada de triunfo de la reelección inmediata, *ex ante* a la decisión de la Corte Constitucional, la valoramos en aquella ocasión en 32.5%. Esta probabilidad superaba el escenario de tener un eventual triunfo del Partido Liberal Unificado (lo que finalmente no se dio), cuya probabilidad acumulada era de 29% (también *ex ante* al fallo de la Corte). La principal sorpresa frente a nuestro vaticinio

---

El país ha iniciado entonces un nuevo experimento en materia institucional a través del cual el pueblo ha podido reiterarle al mandatario de turno su complacencia con la agenda escogida y con los progresos alcanzados durante su primer mandato.

---

provino del segundo lugar alcanzado por el Polo Democrático, cuya probabilidad de triunfo acumulado era tan sólo de 9.5% en junio de 2005, pero los resultados lo han ubicado en un honroso segundo lugar, aunque sin lograr forzar la segunda vuelta electoral.

No cabe duda de que Uribe obtuvo una amplia victoria al consolidar el 62.2% de la votación frente al 22% obtenido por Gaviria y tan sólo el 11.8% obtenido por Serpa (ver gráfico 1). El país ha iniciado entonces un nuevo experimento en materia institucional a través del cual el pueblo ha podido reiterarle al mandatario de turno su complacencia con la agenda escogida y con los progresos alcanzados durante su primer mandato (2002-2006), lo cual es además una clara apuesta a favor de la profundización de las políticas que se vienen aplicando.

La esencia de dichas políticas ha tenido que ver con: 1) la “Seguridad Democrática”, tendiente a lograr la derrota militar (parcial) de los grupos insurgentes, la consiguiente desmovilización de todos los alzados en armas y la consolidación de un proceso posconflicto; 2) la apertura económica, con logros importantes en el Tratado de Libre Comercio (TLC)

---

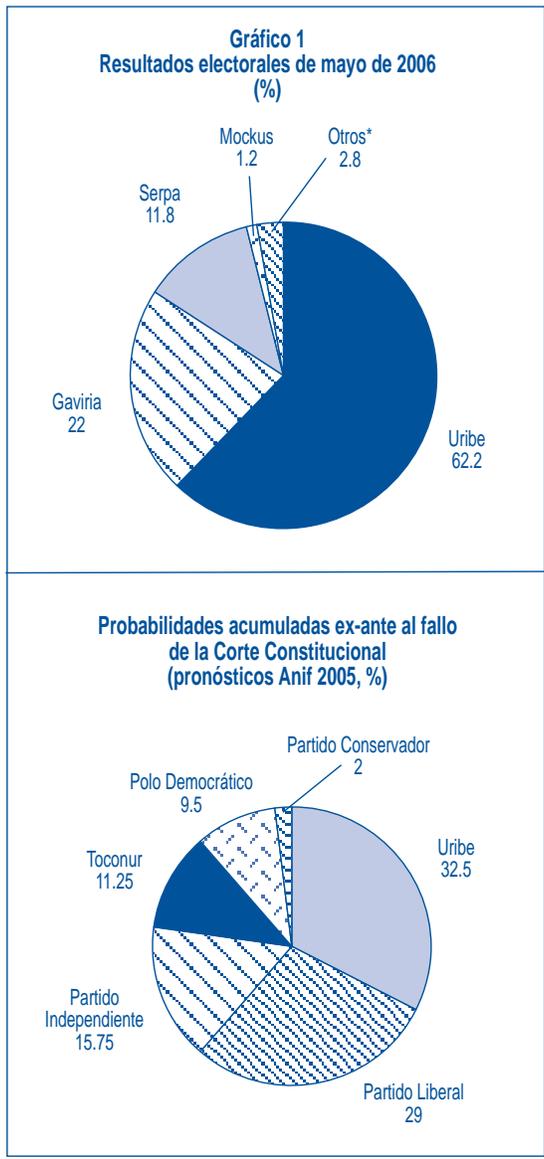
\* Corresponde al Informe Semanal Anif No. 834 de junio 5 de 2006.

con Estados Unidos, pero con delicados desafíos en negociaciones frente a la Unión Europea y Asia, que deben entrar a compensar las retaliaciones de Venezuela contra Colombia en el marco de la CAN-G3; y 3) el ordenamiento de las finanzas públicas, las cuales han sabido aprovechar el favorable ciclo internacional para mejorar la administración tributaria, recomponer “amigablemente” la deuda pública y llevar adelante numerosas reestructuraciones de las empresas públicas (Ecopetrol, Telecom, ISS), al tiempo que se han logrado vender algunos bancos públicos (Granahorrar, Megabanco y Bancafé, este último en proceso).

**La democracia representativa**

Frente a los llamados de someter algunos de los tratados internacionales, como el TLC, al mecanismo de consultas directas a los ciudadanos, el Ejecutivo respondió que ese referéndum era aquí y ahora, durante el ejercicio del voto para escoger al presidente del próximo período. Dados los resultados electorales ya comentados, cabe entonces esperar que este mecanismo de la “democracia representativa” pueda agilizar el cúmulo de reformas estructurales que necesariamente deberá encarar el presidente Uribe-II durante su nuevo mandato del período 2006-2010, incluyendo la pronta ratificación del TLC por parte del Congreso y la Corte Constitucional.

Anif ya había comentado sobre lo favorable que resultaría para el país



\* Demás candidatos, votos nulos y en blanco.  
Fuentes: Registraduría Nacional del Estado Civil y cálculos Anif.

que el Congreso elegido en marzo 12 de 2006 tuviera sintonía con el Ejecutivo de este nuevo período y las ventajas de contar con la llamada Ley de Bancadas (Ley 974 de 2005). En nuestro Semanal de abril 3 de 2006 (No. 825) habíamos señalado que, a nivel del Senado, la administración Uribe-II probablemente contaría con mayoría simple asegurada e inclusi-

ve con mayoría calificada a través de alianzas partidistas que lucen bastante factibles gracias a la identidad ideológica. En cambio, a nivel de Cámara el Ejecutivo requeriría, de entrada, fraguar alianzas para asegurar mayorías de por lo menos 51%-53%.

Como bien lo han señalado diversos analistas internacionales, Colombia dio un paso cualitativo en materia de gobernabilidad al promover, a través de dicha Ley de Bancadas, el agrupamiento partidista alrededor de “las ideas fundamentales”. Se han generado entonces cuatro grandes fuerzas partidistas (Partido de la “U”-Alianzas, Partido Conservador, Partido Liberal y Polo Democrático) que deberán debatir el futuro legislativo de Colombia. En Anif estamos convencidos de que la calidad legislativa debería tender a mejorarse de forma sustancial bajo esta Ley de Bancadas, especialmente si nos atenemos a una serie de diagnósticos políticos que atribuían a la “atomización partidista” el constante deterioro de la calidad legislativa, tal como venía ocurriendo en buena parte de América Latina.<sup>1</sup>

**La separación de poderes y el respeto a los entes autónomos**

La gran conclusión en materia electoral es que Colombia parece estar dando un giro favorable hacia lo que hoy se denomina una “demo-

<sup>1</sup> Véase IADB (2005), *The Politics of Policies: Economic and Social Progress in Latin America – 2006 Report*, (Banco Interamericano de Desarrollo).

cracia representativa operativa”, con partidos fuertes e ideológicamente bien depurados. Como lo mencionábamos, la sorpresa histórica en Colombia ha estado a cargo de la total recomposición del Partido Liberal, el cual (paradójicamente) había cerrado el ciclo de reelección (aunque no inmediata) hace cerca de sesenta años (en cabeza de López Pumarejo). Dicha casta política no ha logrado renovarse lo suficiente y deberá replantear su vacía retórica política de “social democracia”, si es que en realidad quiere recuperar las preferencias electorales.

Colombia parece haberse enrutado en un esquema operativo y democrático que contrasta favorablemente con lo que viene ocurriendo en buena parte de la región, donde la “democracia inoperante” (por falta de dichos partidos fuertes) ha dado paso a caudillos que irrespetan la separación de los poderes institucionales. Dichos caudillos (tipo Chávez en Venezuela) minan las instancias de balances-contrapesos que necesariamente requiere el proceso democrático. Aquí son cruciales las tareas de asentamiento democrático que deben cumplir las Altas Cortes, el Banco Central y los organismos de control, todos operando de forma armoniosa pero independiente del control político directo por parte del Ejecutivo.<sup>2</sup>

### La agenda de 2006-2010

A riesgo de volvernos reiterativos, creemos que estas amplias mayorías logradas por el presidente Uribe y las bancadas que estarán haciendo alianzas alrededor de su Partido de la “U” tienen una oportu-

nidad histórica para emprender una pronta tarea de reformas estructurales. El buen uso de ese “capital político” debe asegurar unos proyectos de ley de excelente calidad y un tránsito legislativo que debe impedir que se “perforen” esas buenas intenciones del Ejecutivo.

Tal como se explicó en forma detallada durante la Asamblea de Anif en abril de 2006 (ver Informe Semanal No. 829 de mayo 2), se requiere actuar en tres frentes de forma relativamente urgente: 1) la aprobación de una reforma tributaria verdaderamente integral, la cual debe ayudar a incrementar los recaudos netos del Gobierno Central en cerca de 1% del PIB en el período 2006-2007 y en otro 1% del PIB en los años 2008-2010, pues

sólo de esta manera será posible reducir el déficit estructural del Gobierno Central del actual 5% del PIB a cerca del 3% del PIB hacia el cierre del nuevo mandato (año 2010); 2) la “desactivación” de la bomba de las transferencias territoriales, por cuenta de cambio constitucional de 2002 que tiene previsto que dichas transferencias se aten nuevamente a los “ingresos corrientes de la Nación” a partir del año 2009; de no hacerse se estaría generando una presión de gasto público adicional por cerca de 1% del PIB; y 3) la aprobación de una nueva reforma laboral y del régimen de salud, de tal manera que por esta vía se logre una mayor formalidad y cobertura en materia de

seguridad social. Desde el punto de vista de equilibrio institucional, es indispensable retomar la Reforma Constitucional que deberá: a) habilitar también a los gobernantes locales para la reelección inmediata; y b) asegurar que los entes independientes, como el Banco de la República, mantengan su independencia respecto del Ejecutivo, prolongando e individualizando (por silla) los mandatos de los respectivos codirectores.

Estas amplias mayorías logradas por el presidente Uribe y las bancadas que estarán haciendo alianzas alrededor de su Partido de la “U” tienen una oportunidad histórica para emprender una pronta tarea de reformas estructurales.

Tal como lo decían los avisos publicitarios, *adelante* señor presidente Uribe-II 2006-2010. Bien cierto es que ha llegado la hora de la acción pública eficaz, tarea en la cual Anif aspira continuar contribuyendo, tal como lo ha hecho durante sus 35 años de seguimiento a la gestión pública. Nuestros mejores votos por una Colombia de paz, crecimiento acelerado y reducción de la pobreza absoluta. **ANIF**

<sup>2</sup> Zakaria, F. (2004), *The Future of Freedom: Illiberal Democracy at Home and Abroad*, (W.W. Norton Books, NY.).

## Entrevista al doctor Jorge Humberto Botero ministro de Comercio Exterior

---

# Nuestro “hombre del renacimiento”

**C**ARTA FINANCIERA: las negociaciones del TLC con Estados Unidos duraron cerca de veintidós meses seguidos. Ministro Botero, ¿cuál es su balance en dos frentes específicos: uno, el de la estrategia negociadora adoptada por las partes y, dos, el de los logros y desafíos globales que representará la implementación de este acuerdo comercial?

**JORGE HUMBERTO BOTERO:** es fácil ser estrategias después de que la guerra ha terminado o aparentemente ha terminado. Nosotros seguimos una estrategia que consistió en presentar textos propios en los capítulos más relevantes de la negociación. Esa es una posición digna que nos obligó a tener ideas claras sobre los objetivos perseguidos, pero que tuvo el costo de dilatar la negociación. Con el correr del tiempo nos dimos cuenta de que era más fácil discutir con base en los textos presentados por los norteamericanos buscando modificarlos

para que esos textos recogieran nuestras visiones e intereses. En cuanto a la estrategia norteamericana, lo más interesante es ver como la flexibilidad de Estados Unidos es muy baja, toda vez que el gobierno está muy restringido en su capacidad de acción por la tutela que algunos parlamentarios ejercen sobre el USTA, restándole capacidad de movimiento. En el día que celebramos esta entrevista es obvio que hemos, y lo reafirmo, cerrado el texto en el 100% y estamos a la expectativa de la ratificación que el gobierno de Estados Unidos debe dirigir a su Congreso para que podamos firmar el Tratado noventa días después de producida esa notificación, lo cual nos abrirá el espacio a las discusiones en los congresos de uno y otro país.

Pero dejando de lado los aspectos políticos o procesales y para responder la segunda parte de la pregunta que tiene que ver con los retos que Colombia tiene, yo creo que el primer reto es un reto cultural, es

decir, la aceptación por los distintos estamentos de la actividad económica en el país de que el modelo que hemos adoptado nos obliga a ser competitivos porque sólo siéndolo podremos defender nichos de mercado tanto en el país como en el exterior. Ese reto de ser competitivos tiene múltiples manifestaciones, como, por ejemplo, la relativa a la reforma tributaria que ha sido planteada por el ministro de Hacienda. Esa reforma encara con mucho valor la necesidad de que el sistema tributario permita a nuestras empresas ser competitivas en mercados abiertos. Lo cual, por fuerza, conduce a una reducción de la carga tributaria empresarial por la vía del impuesto de renta y una estrategia de compensación por la vía de la profundización del Impuesto al Valor Agregado. Este planteamiento da origen a un debate muy interesante sobre progresividad y equidad tributaria. Se ha dicho que, de alguna forma, la reforma (y éste es un planteamiento maniqueo)

le da a los ricos para quitarle a los pobres. Ese es un pésimo enfoque para la discusión que nos impide ser racionales. La generalidad en los países del mundo, ciertamente la Unión Europea y todos los países que hoy la integran (que son veinticinco), es que el peso específico del impuesto sobre el valor agregado ha venido creciendo, a pesar de que ese impuesto no es en principio progresivo. De allí que la progresividad del sistema fiscal deba depender mucho más de la naturaleza del gasto que de la naturaleza del ingreso. En términos un poco dilemáticos, a lo que tenemos que apuntarle es a mantener un impuesto de renta, que si bien es progresivo, esconde enormes inequidades de tipo horizontal y vertical, o si aceptamos grabar más el consumo a fin de que las empresas puedan ser competitivas y por ende generar empleo. Yo creo que el debate sobre equidad social es importante y en ese contexto yo diría que nada deteriora más la inequidad social que el desempleo; entonces este discurso que estoy escuchando en el sentido de que la propuesta del ministro de Hacienda, porque infortunadamente aún no lo es del gobierno, es contraria a la equidad, me parece que es un planteamiento muy discutible, y yo anhelaría que el debate nos conduzca a una claridad mayor a ese respecto. Ahora me metí en el tema fiscal. La propuesta del Ministerio de Hacienda está bien orientada pero es posible que requiera algunos ajustes para hacerla políticamente viable. Me parece, por ejemplo, que la deducibilidad del gasto de inversión en el mismo ejercicio en que ella se realiza es demasiado atrevida. En el fondo obedece a un planteamiento teórico muy interesante, pero que ningún país ha adoptado, y es el que pregona que la renta capitalizada no debe ser gravada. De pronto, podríamos ser menos gene-

rosos en esa materia y pensar en una depreciación acelerada a tres años, y la tributación potencial así liberada podría ser utilizada eventualmente para reducir más la tarifa: enviar la señal de una tarifa más baja, siendo menos generosos en la depreciación. En la economía política del proceso me parece que es bueno, si las cuentas dan, no grabar ciertos consumos como los servicios públicos, que es algo que no parece políticamente factible.

**C.F.:** volviendo a todo el tema de la negociación como tal, ¿en qué áreas se sintió más frustrado o quiénes le causaron más problema? ¿Qué le produjo la mayor angustia?

**J.H.B.:** es obvio que las mayores angustias nos las dieron la agricultura, la avicultura y los farmacéuticos. Fue un gran reto lograr, como sí logramos, visiones compartidas en el equipo de gobierno. En esto el diálogo constructivo con los ministros Arias de Agricultura y Palacios de Protección Social fue crucial. Si no hubiésemos logrado, después de grandes esfuerzos, reconciliar plenamente nuestras posiciones, no hubiésemos podido cerrar la negociación. El gobierno estuvo cohesionado. Desde luego, como lo dije en alguna ocasión, tuvimos un pequeño caballo de Troya, de algunos funcionarios técnicos que jugaron ese papel en el proceso de negociación rindiéndole así un homenaje a la literatura homérica.

**C.F.:** me imagino que ya los perdonó, conociendo su carácter ecuánime y generoso.

**J.H.B.:** mi carácter ecuánime no tiene mucho ver con disciplina, pero que a veces uno quisiera explotar, pero esa no es más la línea del reportaje, hablar de esos temas.

**C.F.:** por otro lado, la mayor satisfacción intelectual pareciera la de haber cohesionado en torno suyo a miembros del gabinete que hubieran podido generar problemas. ¿Si fue esa su mayor satisfacción intelectual?

**J.H.B.:** del contenido de la negociación, todo el gobierno fue responsable. No fue una negociación del Ministerio de Comercio, sino del

“...nada deteriora más la inequidad social que el desempleo...”

gobierno, y tomó tiempo que mis colegas creyeran que genuina y lealmente eso era así, que esa no era nuestra negociación de comercio, sino nuestra negociación de gobierno. De tal manera que mi responsabilidad hasta ahora ha sido la responsabilidad que podríamos llamar procesal, política. La política, hago un paréntesis, es tanto sustantiva como procesal: importan tanto el qué como el cómo, ¿no? A veces, quienes están por fuera de la política no lo ven: sólo ven la dimensión sustantiva y olvidan que en la política un mal manejo de las propuestas impide sacarlas adelante y al revés, que quien tiene habilidad para moverse en ese mar de arrecifes puede sacar adelante ideas que no necesariamente son buenas. Entonces de esa responsabilidad política yo tengo algún grado de satisfacción, en la coordinación del proceso.

**C.F.:** hablando de las perspectivas, es claro que éste es apenas el primer paso de una serie de negociaciones, como con la Unión Europea.

Hay varias preguntas, ¿con bloques o dentro de un bloque? ¿Negociaciones bilaterales estilo Chile? En nuestro caso, ¿nos vamos solos con la Unión Europea? ¿Tratamos de hacer otro grupo? Ahí viene el tema del retiro de Venezuela de la CAN. ¿Cómo ve que se van a jugar estas cartas en los próximos cuatro años?

**J.H.B.:** en distintos formatos. Si logramos, como anhelo (y esto ya se sabrá cuando esta entrevista se publique), tener un núcleo de identidad suficientemente fuerte con Bolivia, porque lo tenemos con los gobiernos de Ecuador y Perú, podremos avanzar en la negociación con la Unión Europea en formato andino. La negociación actual, importantísima, con tres países de Centroamérica es individual, pese a que Colombia le ha planteado a su contraparte centroamericana la conveniencia de vincu-

Pacífico, de Chile a México. Ese es uno de los proyectos cruciales que quiero promover conjuntamente con nuestra Cancillería en este segundo período del gobierno de Uribe y mientras yo permanezca en el gobierno.

**C.F.:** la salida de Venezuela de la CAN causó inicialmente un gran alboroto, después se calmaron los ánimos, y ya, habiendo pasado un poco de agua bajo el puente, ¿cómo ve que va a terminar esto y el impacto para Colombia?

**J.H.B.:** ese es otro tema del que yo derivo satisfacciones, porque, a pesar de la ostensible distancia entre los modelos económicos que estamos siguiendo Venezuela y Colombia, hemos logrado preservar una relación política sólida. (Desde luego, allí no tengo mérito alguno.) Protegidos por esa relación política y un

clima en el comercio bilateral que nos ha sido propicio, esto ha permitido que Venezuela, durante estos cuatro años, sea un gran demandante de productos colombianos. A pesar de todo, incluido en este a pesar de todo el retiro de Venezuela de la

rante los cinco años siguientes la zona de libre comercio. Ese es un ejercicio en el que nosotros estamos buscando una aproximación bilateral con Venezuela, para que, si llegamos a un entendimiento, y ese es un reto de corto plazo, rápidamente lo llevemos a foro de la CAN y quede eso arreglado. La otra dimensión interesante y apasionante del proceso es la definición de las reglas de largo plazo en el comercio bilateral. Ésta es una temática que obviamente Venezuela va a abordar con una óptica de complementación económica, o sea, de comercio regulado y restringido, mientras que nosotros anhelaríamos que el comercio fuese totalmente libre. Compleja y apasionante negociación esa para encontrar un punto de convergencia entre ambos gobiernos. Yo aspiro a poder culminar esa tarea con éxito.

**C.F.:** y a propósito de eso, hay unos ministros que sienten que ya cumplieron su cuota de sacrificio y están buscando otros horizontes. Para todos no es ningún secreto que usted apenas está empezando porque la firma del Tratado fue el primer paso. Entonces, ¿cuál es la estrategia del gobierno para llevar a cabo: uno, la revisión por parte de la Corte Constitucional, y dos, la aprobación en el Congreso, a la cual la Ley de bancadas le da una mayor probabilidad de éxito. ¿Cuál es la estrategia de los próximos meses para empezar la notificación, una vez que se consolide este proceso?

**J.H.B.:** independientemente de que yo continúe o no al frente del Ministerio, la estrategia que hemos definido con el presidente implica buscar que el Congreso se ocupe, desde el comienzo de la legislatura, del tratado con Estados Unidos, así formalmente no lo podamos llevar sino después de que haya sido firma-

Tengo la ilusión y el compromiso de que Colombia pueda servir como articulador en la configuración de un bloque de los países de América Latina que tienen costa en el océano Pacífico, de Chile a México.

lar a este proceso a Ecuador y Perú, que tendrían interés en avanzar conjuntamente con nosotros. Creo que abriremos una negociación bilateral con Chile para profundizar nuestro Acuerdo de Alcance Parcial y llegar a un Tratado de Libre Comercio pleno. Tengo la ilusión y el compromiso de que Colombia pueda servir como articulador en la configuración de un bloque de los países de América Latina que tienen costa en el océano

CAN, el comercio no ha sufrido trastorno alguno y el reto que tenemos hoy es éste: de un lado lograr un estatuto que regule y dé certidumbre a los empresarios venezolanos y del resto de los países andinos, sobre el alcance de los derechos y obligaciones que tiene Venezuela durante los cinco años posteriores a su retiro de la CAN. Recordemos que según el Acuerdo de Cartagena, si algún país decide retirarse debe preservar du-

do. Es decir, como veo las cosas, ocurrirá en el mes de octubre, lo cual nos colocaría en un escenario un tanto estrecho para obtener la aprobación del Congreso antes de su cierre el 16 de diciembre. La estrategia es buscar que el Congreso se ocupe: propiciar los debates, los foros, tanto en Bogotá como en las regiones, para que el Congreso se familiarice y los nuevos congresistas le cojan el pulso al tema de tal manera que cuando formalmente presentemos el proyecto de ley podamos obtener una respuesta pronta. En paralelo, tenemos que gestionar la aprobación del Congreso de Estados Unidos. Los términos de los debates allá y aquí son diametralmente distintos: acá van a decir que entregamos el país, que vamos a arrasar con el aparato productivo, que vamos a generar pobreza y miseria a lo largo y ancho del territorio nacional, que pasamos de largo por la Constitución Política, que abdicamos la soberanía nacional. Argumentos político-constitucionales más que económicos. Estamos preparados para ese debate. En cambio, en Estados Unidos el debate girará en torno, voy a decirlo de esta manera, a las credenciales democráticas del Estado colombiano, a la legitimidad del Gobierno Nacional. Es decir, vamos a recibir fuertes ataques en términos de derechos humanos, de impunidad, de desplazamiento de sectores de la población, de incumplimiento de la normativa laboral, en fin, argumentos que movilizarán quienes se oponen al Tratado por razones económicas, pero que, como es usual, en el área política no expresarán los argumentos que corresponden a su interés, sino que movilizarán argumentos políticamente eficaces, en debates paralelos de enorme interés.

Entre tanto, iremos construyendo la batería argumental que desplegaremos ante la Corte para los debates que deberían, según el cronograma,

ocurrir después de que la Corte renude a fines de enero sus tareas.

**C.F.:** con su balance entre el conocimiento jurídico, su interés y experticia constitucional, y su experiencia en cargos en el área jurídica, como cuando fue secretario del presidente Barco, y ahora en una cartera netamente económica, me imagino que está bien posicionado para esa tarea frente a la Corte.

**J.H.B.:** pues la verdad es que yo tengo pasión y gusto tanto por la economía como por el derecho, lo cual conduce a que mis colegas abogados no me acojan a plenitud a veces en su seno, y que los economistas a veces me acojan con cierta sorna benevolente en su seno. De modo que no soy ni una ni otra cosa, sino un pájaro distinto, una especie de híbrido entre abogados y economistas: no me desagrada para nada ese papel.

**C.F.:** ¿en el balance, está en la mitad?

**J.H.B.:** yo no puedo ocultar que para mí el reto intelectual y político en el que estoy me apasiona, no lo puedo ocultar.

**C.F.:** pasando a un tema más personal, sus hijos, ¿una abogada y el otro economista?

**J.H.B.:** así es. Uno y otro se ríen de mí, ambos me consideran obsoleto en sus diferentes disciplinas.

**C.F.:** una de las cosas que me pareció interesante fue que usted gerencié la Orquesta Sinfónica de Antioquia.

**J.H.B.:** ese es el campo en el que verdaderamente sé. Yo sé de administración musical, soy una de las pocas autoridades nacionales que hay

en eso. Yo sé gerenciar orquestas; se cuánto vale montar una sinfonía de Mahler, que es como tres o cuatro veces más costoso que montar una sinfonía de Hayden o de Mozart por el tipo de plantilla que exige. Y sé negociar con el director cuando me pide seis cuernos. Le digo que se tiene que conformar con cuatro, pues yo sé de esas cosas.

**C.F.:** ¿ese es el hobby? ¿Entonces eso es lo que hace cuando sale de aquí?

**J.H.B.:** hace mucho que no me ocupo de la administración sinfónica, pero ofrezco mis servicios. Incluso podría poner un aviso en Internet porque de pronto salgo de aquí a gerenciar alguna orquesta grande, que sé yo, en Singapur, o en Sydney, o en Bogotá.

**C.F.:** ¿la música le permite mantener el equilibrio, o está usando alguna de las gotitas del presidente Uribe, yoga o algo de eso?

**J.H.B.:** no yo no tomo, yo no le hago a las gotitas. Tengo dos deportes: uno filosófico que es el ciclismo. Filosófico porque mientras monto en bicicleta pienso en todo, es un deporte filosófico. El squash me desestresa: golpear duro la pelota contra el muro me libera, me permite ser ecuanime. Entonces el squash da salida a la parte violenta de mi personalidad, y el ciclismo a la parte filosófica.

**C.F.:** ¿y si ha tenido tiempo de practicarlos?

**J.H.B.:** yo practico mis deportes con regularidad, no le vaya a contar al presidente que distraigo parte de mi tiempo en esos menesteres.

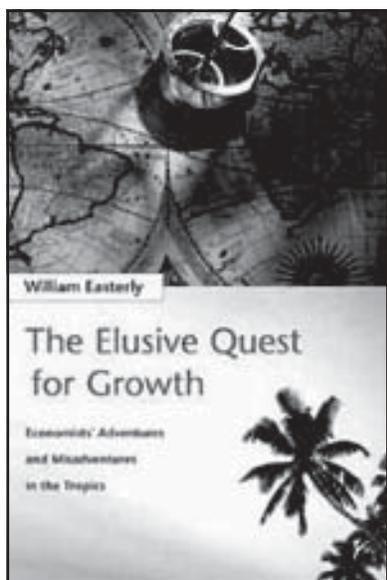
**C.F.:** ministro: muchísimas gracias por su tiempo. 

# La elusiva búsqueda del crecimiento económico

*Libro escrito por William Easterly\**

Comentado por: Sergio Clavijo

Buena parte de la población colombiana se encuentra entusiasmada con las perspectivas de incrementar la relación inversión/PIB, a instancias de haber logrado negociar el Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos. A su vez, *muchos economistas* creíamos que el hecho de que se incremente la tasa de inversión seguramente traerá como resultado una aceleración del crecimiento económico hacia el mediano plazo. Por último, *numerosos políticos* concluirían que, si se llegara a consolidar dicha aceleración del crecimiento económico, eso redundaría en un mejor bienestar para la población, aunque subsistiría el debate sobre si dicha aceleración del crecimiento beneficiaría más que proporcionalmente a los más pobres (Dollar y Kraay, 2000).



Pues bien, esta lógica deductiva sobre el impacto de llegar a tener más comercio internacional, más inversión, más crecimiento, mayor bienestar parece ser la que desafía (y vaya que lo hace de forma obstinada) nuestro amigo y brillante economista William (Bill para sus amigos) Easterly. Su libro

sobre *La elusiva búsqueda...* es una complicada mezcla. De una parte, están los debates teóricos acerca del crecimiento económico y sus determinantes, área en la cual Bill se tutea con figuras tan prominentes como Levine, Romer, Sachs, Stiglitz y Young. De otra parte, Easterly salpica estos debates con sus experiencias personales como funcionario del Banco Mundial, del cual terminó divorciándose tras cerca de dos décadas de maridaje.

Respecto al debate teórico planteado por Easterly, cabe resaltar su bien intencionado afán por encontrar las “verdaderas” fuentes del crecimiento acelerado y sus contribuciones al desarrollo social. Sin embargo, es probable que el lector salga tan decepcionado como el propio Easterly. Esto no sólo porque la pobreza sigue rampante, aun en lugares tan esperanzadores como América Latina, sino porque el debate por él planteado resulta siendo más ficticio, artificial y poco sustantivo de lo que uno se imagina tras leer el interesante prólogo.

\* William Easterly (2002), *The Elusive Quest for Growth: Economists' Adventures and Misadventures in the Tropics* (MIT Press, Paperback edition).

Por ejemplo, los primeros capítulos están dedicados a construir un “endebles muñeco de paja”, alrededor de los “peligros” de interpretación que tienen los modelos de brechas (tipo Harrod-Domar) y sobre cómo el simple incremento de la tasa de inversión no sería suficiente para asegurar el desarrollo. La “gran” conclusión de Easterly es que lo importante no es la inversión, sino la tecnología. Para muchos empresarios ésta sería una conclusión de Perogrullo, pues usualmente los empresarios concluirían que la adquisición de maquinaria conlleva (obviamente) la tarea de adquirir la “tecnología de punta”, luego es prácticamente imposible separar la inversión de la tecnología.

Como es sabido, la tecnología usualmente se captura a través de mediciones de la productividad, que van desde el “alabado” residuo de Solow hasta el concepto de ICOR (capital-incremental). Pues bien, Easterly decidió autoflagelarse durante varios capítulos al encontrar que el desarrollo de su modelo-RMSM (Easterly, *et al*, 1990; Hammer, 1990; Ventura, 1990) resultaba ser una aproximación burda a la realidad (¿acaso cuál no lo es?). Easterly concluyó que debería prestarse más atención al proceso de aprendizaje (al capital humano) y a la forma cómo se adoptan las tecnologías (¿es este un nuevo debate en los inicios del siglo XXI?).

El desencanto de Easterly no paró allí, sino que en la segunda mitad de su libro arremetió contra “la sabiduría convencional” acerca de la importancia de la educación. Para ello usó el mismo

“combustible” con el cual había incinerado el “muñeco” sobre el mito de la inversión, argumentando que no era claro el sentido de causalidad entre la educación y el crecimiento. También adujo que “la teoría de convergencia” del crecimiento entre países podía o no cumplirse dependiendo de la forma como se midiera el capital humano y el (¿insoluble?) problema de endogeneidad. Easterly concluyó entonces que el tema de la educación (en realidad) era otra de “esas falsas panaceas” que andaba divulgando el Banco Mundial por todo el mundo, pero sin saber bien de qué tipo de educación se estaba hablando en cada caso.

En este frente de la educación, la “disecación” del problema teórico por parte de Easterly es impecable, desde el punto de vista de diálogo con sus colegas (especialmente con Mankiw). No obstante, el lector práctico quedará sin entender bien cuál es el gran alboroto a este respecto. El debate internacional (y esperamos que la práctica también) lleve a concluir que: 1) la educación básica universal debe constituir el paso más crucial para dar el “arranque” al desarrollo; 2) la educación secundaria debe ser un desarrollo “natural” y complementario de la fase anterior; y 3) la fases alternativas de educación superior-vo-

La “gran” conclusión de Easterly es que lo importante no es la inversión, sino la tecnología. Para muchos empresarios ésta sería una conclusión de Perogrullo, pues usualmente los empresarios concluirían que la adquisición de maquinaria conlleva (obviamente) la tarea de adquirir la “tecnología de punta”.

Sachs-Bono (2005), los apóstoles de la izquierda, andan cuarenta años más tarde solicitándole al presidente republicano Bush una suma similar para ese mismo propósito. Pero nada que se han logrado evitar las hambrunas.

cacional no tienen modelos únicos y cada país debe acoplarse a diferentes combinaciones, en función de su estructura productiva y social.

Dos últimas joyas para resaltar del libro de Easterly. La primera se refiere al área de las donaciones-condonaciones, donde no deja de sorprender que Rostow (el apóstol de la derecha) estuviera solicitándole al presidente demócrata Kennedy, en 1962, un 0.6% del PIB para “poder salvar al mundo de las hambrunas” (pág.33). Pues bien, Sachs-Bono (2005), los apóstoles de la izquierda, andan cuarenta años más tarde solicitándole al presidente republicano Bush una suma similar para ese mismo propósito. Pero nada que se han logrado evitar las hambrunas, lo cual demuestra que el problema del hambre no es de ideologías de derecha-izquierda. La segunda perla tiene que ver con el hecho de que, al igual que Stiglitz, Easterly haya sido removido de su cargo en el Banco Mundial bajo presión de la administración Wolfensohn. Sin embargo, Stiglitz (2002) tiene la visión de que la culpa estaba en el otro lado de la calle 19 (o sea, en el FMI), mientras que Easterly afirma que el problema radicaba en la “falta de ajuste” fiscal y estructural de los países emergentes (pág.105) y en las deficientes políticas que impulsaba

el propio Banco Mundial, cuyo vicepresidente (¡oh paradoja!) era su amigo Stiglitz.

En todo caso, no cabe la menor duda de que este recuento de Easterly (sus aventuras y desventuras con el Banco Mundial) constituye un agradable “paseo aleatorio” por los principales debates sobre el crecimiento y el desarrollo económico y social de los últimos cuarenta años. Para los lectores interesados les anticipamos que ya tendremos oportunidad de comentar el “segundo paseo aleatorio” de Easterly (2006), en esta ocasión incluyendo su arrepentimiento sobre sus ejecutorias desde el Banco Mundial. 

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Easterly, W., E.C. Hwa, P. Kongsamut y J. Zizek (1990), «Un modelo sobre requisitos macroeconómicos para adelantar reformas de política», *Ensayos sobre política económica*, diciembre.
- Easterly, W. (2002), *The Elusive Quest for Growth: Economists' Adventures and Misadventures in the Tropics* (MIT Press, Paperback edition).
- Easterly, W. (2006), *The White-Man's Burden*, The Penguin Press, Nueva York.
- Dollar, D. y A. Kraay (2000), “Growth is Good for the Poor”, Banco Mundial, Development Research Group, marzo.
- Mallaby, S. (2004), *The World's Banker: A Story of Failed States, Financial Crises, and the Wealth and Poverty of Nations*, New York, The Penguin Press.
- Hammer, J. (1990), “Comments to the RMSM-X Projection Model”, junio.
- Sachs, J. (2005), *The End of Poverty: Economic Possibilities for Our Time*, The Penguin Press.
- Stiglitz, J. (2002), *Globalization and Its Discontents*, W.W. Norton & Co., Nueva York, junio.
- Ventura, J. (1990), «The RMSM-X Projection Model», Banco Mundial, CECMG, mayo.

# Fusiones y adquisiciones bancarias en Colombia:

---

## una propuesta de reforma financiera

Sergio Clavijo\*  
y Camila Salamanca\*

### Introducción

Colombia ha venido avanzando, bajo el esquema de filiales, hacia un sistema financiero que tiende a consolidarse alrededor de los bancos comerciales, ahora solidificados con la integración de la banca hipotecaria, tras la crisis del período 1998-2001. Es claro que este proceso, aunque algo costoso desde el punto de vista de la “organización industrial” del sector, (con señales encontradas de retroceso hacia la especialización, como en el caso de las compañías de financiamiento comercial (CFC) - *Leasing*), ha dado como resultado un sistema financiero mejor provisionado, con mejores indicadores de solvencia y, lo que es más importante, con una mejor dinámica de competitividad. Esta mayor competencia al interior del sistema también ha redundado en un menor costo crediticio para los usuarios, a pesar de señales regulatorias poco amigables, como el incremento del impuesto a las

transacciones financieras durante el período 1998-2006.

Estos costos poscrisis, aunados a la inseguridad jurídica, han impedido que la tendencia de mejores servicios financieros se haya podido extender a una mayor porción de la población colombiana. Los sondeos más recientes indican que el grado de bancarización en Colombia estaría en el rango 20%-35% y aún en Bogotá es sólo de 40% (Asobancaria, 2004, pág.4). Es claro entonces que se requiere repensar la estructura institucional del mercado financiero para lograr una mayor profundización del sector.

En este artículo pasaremos revista a cambios en el mercado financiero, más allá de lo ya discutido en el caso de la integración de la banca comercial-hipotecaria. Nuestro objetivo es averiguar la “racionalidad” de la estructura resultante y las fuerzas coyunturales y/o regulatorias que la fueron fraguando. Inicialmente describiremos lo ocurrido a nivel macrofinanciero en los mercados na-

cionales e internacionales; en segundo lugar analizaremos la estructura resultante a nivel de las corporaciones financieras, las áreas de seguros y las fiduciarias en Colombia; en tercer lugar plantearemos la estructura que hoy opera *de facto*. Con este material a mano, presentamos una propuesta organizativa para el sector, la cual requiere algunos cambios regulatorios, aunque éstos son de menor calado que, por ejemplo, los resultantes de las reformas de principios de los años noventa que dieron origen al

---

\* Director e investigadora de Anif, respectivamente. Este documento sintetiza la última sección del estudio que realizó Anif para el Ministerio de Hacienda de Colombia, el cual contó con el apoyo financiero de USAID. Agradecemos los comentarios recibidos con ocasión de su presentación durante la Asamblea Anual de Anif, el foro organizado por el Ministerio de Hacienda y Asobancaria en Bogotá y el Seminario realizado en el BID (Washington, D.C.). La responsabilidad sobre lo aquí expresado es exclusiva de Anif. Email: csalamanca@anif.com.co

## FUSIONES Y ADQUISICIONES BANCARIAS

sistema de filiales hoy vigente (Asobancaria, 2005b). Finalmente exponemos las principales conclusiones.

### I. Una visión macrofinanciera de conjunto

Antes de entrar en las minucias de cada sector, consideramos útil recapitular la estructura actual del sistema financiero. El sistema financiero colombiano hoy está representado en 87% por los activos de los bancos comerciales consolidados (incluyendo la banca hipotecaria).

Se trata de bancos que actualmente pueden realizar operaciones crediticias “casi de cualquier tipo”, pues captan recursos a varios plazos y bajo diferentes instrumentos (aunque nunca denominados en moneda extranjera), al tiempo que otorgan créditos comerciales, hipotecarios (incluyendo *leasing* habitacional), créditos de consumo y realizan operaciones de comercio exterior (incluyendo coberturas cambiarias y de tasas de interés).

Se ha llegado a ello a través de la práctica de ir integrando el negocio, atando y empaquetando productos,

aunque a la fecha permanecen fuera de su alcance las operaciones *leasing* (en cabeza de las CFC), la banca de inversión, algunos de los seguros y las operaciones fiduciarias. Ha sido un proceso de integración por etapas: entre 1990 y 1993 se dieron cambios regulatorios y el proceso estuvo amparado alrededor de las filiales; entre 1995 y 1997 se dio un retroceso hacia la especialización de las CFC; y entre 2003 y 2005 se dio una nueva consolidación por absorción de la banca hipotecaria a manos de los bancos comerciales (ver cuadro 1).

**Cuadro 1. Principales cambios regulatorios del sistema financiero colombiano (1990-2005)**

	PRECRISIS				POSCRISIS				
	Ley 45/90	Ley 35/93 y Decreto 663/93	Ley 223/1995	Ley 454/98	Ley 510/99	Ley 546/99	Ley 795/03	Ley 920/04	Ley 1004/2005
<b>Bancos comerciales</b>	Establece régimen patrimonial Filiales Deshabilita fiducias	Reitera régimen patrimonial			Modifica régimen patrimonial Límites de inversión		Modifica régimen patrimonial Habilita <i>leasing</i> habitacional		
<b>Entidades hipotecarias (CAV-BECH)</b>	Establece régimen patrimonial	Habilita crédito de consumo Habilita operaciones cambiarias			Modifica régimen patrimonial	Habilita ctas ctes Induce fusión	Modifica régimen patrimonial		
<b>Compañías de financiamiento comercial (CFC)</b>	Establece régimen patrimonial Habilita operaciones cambiarias	Reitera régimen patrimonial Mantuvo CFC ordinarias			Modifica régimen patrimonial Generaliza		Modifica régimen patrimonial Habilita microcrédito		
<b>Leasing</b>	Habilita <i>leasing</i>	Especializó CFC	Exención tributaria					Amplía exención tributaria para Pymes	
<b>Corporaciones financieras (CF)</b>	Establece régimen patrimonial	Reitera régimen patrimonial			Modifica régimen patrimonial		Modifica régimen patrimonial		
<b>Sociedades fiduciarias (SF)</b>		Sin escritura pública (f. mercantil)			Modifica régimen patrimonial		Modifica régimen patrimonial Acreencias en liquidación		
<b>Compañías de seguros</b>	Establece régimen patrimonial	Reitera régimen patrimonial Permite fusiones y adquisiciones			Modifica régimen patrimonial		Modifica régimen patrimonial		
<b>Comisionistas de bolsa</b>	Impulsa				Habilita operaciones cambiarias				
<b>Cooperativas Financieras</b>				Define y otorga nuevas funciones y operaciones	Modifica régimen patrimonial		Modifica régimen patrimonial		
								Creadas con restricción	

Fuente: elaboración de Anif.

Pero tal vez un elemento que no ha sido suficientemente destacado tiene que ver con el hecho de que, a nivel macrofinanciero, el componente de cartera ha perdido importancia frente al desarrollo del manejo de portafolios por cuenta de terceros. Por ejemplo, la cartera financiera representaba 33.4% del PIB en 1995, pero se había estancado en niveles de 23.7% del PIB al cierre de 2005 (cuadro 2). En cambio, los portafolios financieros por cuenta de terceros (incluyendo aquí los de las administradoras de fondos de pensiones (AFP), las fiduciarias y los seguros) pasaron de 3% en 1995 a 21.3% del PIB en 2005, igualándose prácticamente el valor de la cartera financiera y el de los portafolios financieros administrados. Este solo hecho es el que mayor impulso terminó dándole a la decisión gubernamental de buscar una supervisión financiera integrada de créditos-valoros.

Estos procesos de integración bancaria y crecimiento de portafolios de

inversión también han ocurrido en forma paralela en casi todo el mundo, lo cual ha tenido importantes implicaciones sobre la organización de la regulación-supervisión. Por ejemplo, en Estados Unidos el proceso recibió un gran impulso con el *Riegle-Neal Act* de 1994, el cual consolidó la extensión de servicios bancarios interestatales. El proceso de integración financiera se extendió de forma significativa con la mayor competencia que se estableció dentro del sector financiero, en particular en las áreas de banca de inversión, seguros y servicios integrados dentro de la banca comercial, llegando a su culmen con el *Gramm-Leach-Bliley Act.* de 1999. Estos cambios regulatorios han requerido un importante acoplamiento de la estructura de supervisión-regulación de los grandes conglomerados (IMF, 2004).

Cabe recordar que dichos conglomerados se fueron formando durante las tres décadas anteriores, tras derribarse las barreras estatales bancarias y la rígida separación entre cartera-valoros, configurándose un

Los portafolios financieros por cuenta de terceros pasaron de 3% en 1995 a 21.3% del PIB en 2005, igualándose prácticamente el valor de la cartera financiera y el de los portafolios financieros administrados.

rompimiento fundamental con las tradicionales Leyes McFadden (1927) y Glass-Steagall (1933) heredadas de la regulación pos-Gran Depresión de los años treinta. La otra característica de estos conglomerados financieros ha sido la integración de la banca tradicional (*retailing*) con la

**Cuadro 2**  
**Portafolio de inversión de las instituciones financieras**

	1995		2004		2005	
	Billones de pesos	% del PIB	Billones de pesos	% del PIB	Billones de pesos	% del PIB
<b>Establecimientos de crédito</b>	<b>30.9</b>	<b>36.7</b>	<b>95.87</b>	<b>37.4</b>	<b>102.6</b>	<b>38.3</b>
Inversiones	2.8	3.3	36.9	14.4	39.1	14.6
Cartera	28.1	33.4	58.9	23	63.5	23.7
<b>Instituciones financieras no bancarias</b>	<b>4.33</b>	<b>3.0</b>	<b>49.5</b>	<b>19.3</b>	<b>57.1</b>	<b>21.3</b>
Pensiones obligatorias	0.26	0	26.5	10.3	30.3	11.3
Pensiones voluntarias	0	0	4.5	1.8	5.4	2.0
Cesantías	0.49	0	3.1	1.2	3.8	1.4
Seguros generales*	1.1	0.7	2.8	1.1	2.9	1.1
Seguros de vida*	0.53	0	4.4	1.7	5.0	1.9
Fondo Común Ordinario (FCO)	1.7	2.1	4.5	1.8	5.0	1.8
Fondos Comunes Especiales (FCE)	0.18	0.2	1.9	0.8	2.4	0.9
Comisionistas de bolsa **	0.07	0	1.7	0.7	2.4	0.9
<b>Total</b>	<b>35.23</b>	<b>39.7</b>	<b>145.37</b>	<b>56.7</b>	<b>159.7</b>	<b>59.6</b>

Fuentes: Banco de la República y cálculos Anif

\* El valor corresponde a 1997.

\*\* Fondos administrados.

banca de inversión y de seguros (dando origen al concepto de *bank assurance*). Éste fue un movimiento que fue ganando profundidad desde principios de los años ochenta y que hoy se ha llevado a una fase superior no sólo de *cross-selling*, sino de ver-

ha sido la fusión Chase Bank (*re-tailing*) y JPMorgan (banca de inversión), donde curiosamente la preeminencia del negocio ha girado alrededor de esta última entidad. La gran excepción en estos procesos de fusiones y adquisiciones ha sido Goldman

pañía, Bélgica y Alemania, aunque ha encontrado resistencias, por ejemplo, en Francia (Van den Berghe *et al*, 1999, pág.22; *The Economist*, 2005, pág.9 y ss).

**En Japón el proceso hacia la banca “universal” también ha sido marcado. Por ejemplo, en los inicios de 2006 se lanzó al mercado el conglomerado más grande del mundo (Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ), producto de una megafusión de tres grandes bancos, relegando el Citigroup al segundo lugar.**

Sachs, aunque continúa siendo ampliamente pretendida y se afirma que será cuestión de algo más de tiempo antes de vincularse al esquema vigente de grandes conglomerados financieros, donde se integran la banca tradicional, la banca de inversión y de seguros (*The Economist*, 2004, pág.12 y ss).

En Japón el proceso hacia la banca “universal” también ha sido marcado. Por ejemplo, en los inicios de 2006 se lanzó al mercado el conglomerado más grande del mundo (Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ), producto de una megafusión de tres grandes bancos, relegando el Citigroup al segundo lugar. Aunque el proceso de saneamiento allí no termina, hoy se cuenta con una situación de solvencia (11%) más sólida que tras la crisis de 1997-1998 y es muy probable que el siguiente paso de todos estos megabancos sea asomarse a las grandes inversiones en China, como en efecto lo acaba de hacer Citigroup.

daderos servicios financieros integrados que van convergiendo hacia el llamado *assure finance* (o simplemente *all finance*), Van den Berghe *et al* (1999).

Los conglomerados financieros más conocidos, por sus grandes dimensiones (pero ciertamente no los únicos), incluyen a Citigroup, entidad que, tras la absorción del gigante de los seguros *Travelers* y de la reconocida banca de inversión Salomon Smith Barney, hoy se sitúa como el segundo conglomerado financiero más grande del mundo medido a través de sus activos. Igualmente exitosa

integración de la banca central y la unificación de las monedas han venido acelerando el proceso de convergencia hacia sistemas bancarios cada vez más “universales”. Aunque el debate continúa y existen algunas resistencias relacionadas principalmente con la banca cooperativa y de seguros (que clama por tratamientos especiales de cara a Basilea II), el reciente pronunciamiento del comisionado sobre Mercados Internos de la Unión Europea (C. McCreevy) seguramente acelerará la consolidación bancaria. Esta consolidación ha tenido resultados bastante favorables en Es-

El cuadro 3 ilustra cómo el valor de las fusiones y adquisiciones en los países avanzados, durante el período 1990-2001, se fue incrementando de 1.3% del PIB en los años 1990-1995 a 6.1% del PIB en los años 1996-2001 (Amel *et al*, 2002). De ese total, las fusiones y adquisiciones relacionadas con el sistema financiero representaron el 0.4% del PIB en los años 1990-1995 (equivalente al 28% del total) y el 1.5% del PIB en el período 1996-2001 (24% del total). Si bien las fusiones rela-

**Cuadro 3**  
**Valor de las fusiones y adquisiciones**  
**( % del PIB )**

	Fusiones y adq. totales		Fusiones y adq. financieras		
	1990 - 1995	1996 - 2001	1990 - 1995	1996 - 2001	2002 - 2005
Países avanzados	1.3	6.1	0.4	1.5	n.d.
Europa	0.7	3.4	0.1	0.3	n.d.
Colombia	n.d.	n.d.	n.d.	3.2	3.9

n.d.: no disponible.

Fuente: cálculos propios con base en Amel *et. al*/(2002) para otros países y con base en la Superintendencia Financiera para Colombia.

cionadas directamente con Europa representan cerca del 50%, las del sector financiero han tenido mucho menor dinamismo (representando tan sólo el 9% del total). En el caso de Colombia, las fusiones y adquisiciones del sector financiero llegaron a representar el 3.2% del PIB en los años 1996-2001 y se vieron revitalizadas recientemente al alcanzar el 3.9% del PIB en el período 2002-2005.

Este nuevo esquema de consolidación financiera mundial tiene un gran desafío y es lograr un buen balance entre “evitar el arbitraje regulatorio” (que se origina cuando el seguimiento es particular a determinados negocios) y lograr una “sana tensión competitiva” al integrar los diferentes servicios bancarios. A este respecto existen diversas alternativas de tipo organizativo, que también deberá enfrentar la Superintendencia

Financiera de Colombia, creada en diciembre de 2005 (Asobancaria, 2005a).

Como es sabido, los sistemas regulatorios y de supervisión tienden a clasificarse en tres tipos, según: 1) sus áreas de negocios (banca de intermediación de corto plazo, banca de inversión, seguros, hipotecas, etc.), que era el esquema que venía operando en Colombia hasta la creación de la Superintendencia Financiera; 2) el interés que prevalezca entre propietarios o usuarios, donde la idea es que debe asegurarse la “solvencia del sistema” al tiempo que se “protegen los derechos del consumidor” (el llamado *twin-peak-model*); y 3) el sistema unificado de control (como el que opera en Gran Bretaña, Alemania y el que seguramente se estará imponiendo en Colombia). Véase, por ejemplo, Norton (2005).

## II. La estructura de ‘intermediación financiera y el desarrollo del mercado de capitales en Colombia

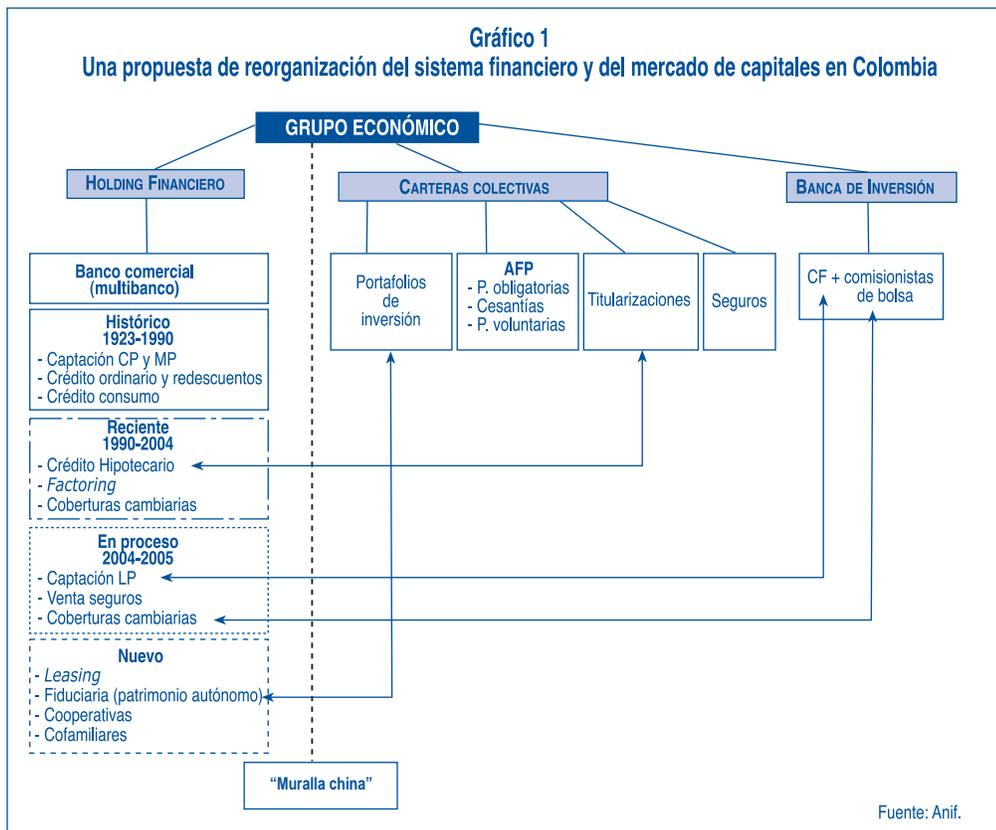
A continuación procederemos a detallar lo ocurrido con los principales negocios financieros en Colombia durante el período 1990-2005 diferentes a los de la banca comercial (ver gráfico 1). Esto con el propósito de llegar a conocer las implicaciones que tendría la eventual profundización de este esquema de integración financiera, tal como viene ocurriendo a nivel mundial.

### Las corporaciones financieras (CF)

El campo de acción de las CF en Colombia se ha concentrado en cuatro áreas: 1) tareas de intermediación financiera; 2) banca de inversión; 3) manejos de portafolio de inversiones; y 4) actividades de tesorería. Las

reas de intermediación de las CF se han venido a menos y, *de facto*, prácticamente han desaparecido debido a que el fondeo hoy lo pueden hacer a un menor costo los bancos comerciales (integrados con los bancos especializados en cartera hipotecaria, BECH).

Se ha estimado que el ROE tradicional de las CF llegó a ser de 7% en el período 1980-1990, pero después se vino a saber que la contabilidad detrás de muchas de esas operaciones no era la más adecuada. Recientemente y con los balances más limpios, se ha observado un ROE de apenas 2% (frente a 10% de referente en la banca comercial). La crisis de



1998-2002 trajo como consecuencia la necesidad de provisionar de mejor manera la cartera de las CF. El margen financiero de las CF era del orden de 1% y al requerirse dichas provisiones adicionales ese margen se volvió nulo o negativo. Tanto los problemas de descalce de plazos y monedas, como el coletazo de desvalorización accionaria del sector real, llevaron a las CF a reducirse de forma drástica durante todo el período 1998-2005.

La práctica internacional claramente ha ido más en línea con lo señalado en la Ley 510 de 1999 que en la nueva Ley 795 de 2003, donde (de hecho) se ha dejado un “arbitraje regulatorio” a favor del financiamiento externo en divisas para estos propósitos de “fusiones y adquisiciones”.

Esto ha llevado a las CF a concentrar buena parte de sus esfuerzos en consolidar sus servicios de banca de inversión. Con frecuencia se cree que la utilidad de este negocio radica en las comisiones (cobradas al comprador o al vendedor) logradas en las “fusiones y adquisiciones”, pero la práctica indica que es el negocio de “distribución de la propiedad accionaria”, atado a la banca de inversión, el que en realidad proporciona la parte más sustantiva. Ahora bien, este negocio de “distribución” sólo se vuelve dinámico en la medida en que entra en juego el tema del cambio de propiedad; la sola administración de la propiedad accionaria, sin arriesgar la tenencia de las acciones, no encierra mayor atractivo. De allí que algunos jugadores que no están interesados en “arriesgar” su propiedad accionaria, especialmente la relacionada con el sector real, deci-

dieron salirse recientemente de este negocio, fusionar sus entidades, y canalizar la distribución de sus recursos crediticios directamente a través de sus bancos comerciales consolidados, como ha sido el caso de Bancolombia. Otros grupos financieros, como Aval, continúan trabajando en la línea del valor agregado de manejar activamente “portafolios” de propiedad accionaria.

Resulta interesante constatar que esta misma dinámica se ha dado, por ejemplo, en Estados Unidos. La banca de inversión se había desarrollado a través de este negocio de “distribución de la propiedad” (*proprietary trading operations*). Sin embargo, algunas entidades percibían que allí existían riesgos que no podían manejar adecuadamente (por ejemplo, Citigroup) y buscaron alternativas de manejo a través de los fondos de coberturas (*hedge funds*). Quienes no están integrados (o mantienen niveles relativamente bajos de integración) se han vuelto expertos en estos manejos, que requieren alta tecnología financiera (por ejemplo, Goldman Sachs). Otras entidades han optado por una especie de menor apalancamiento apoyándose en esos fondos de coberturas. Todo esto implica un proceso operativo más complejo, más eficiente, pero también de mayor riesgo financiero a nivel consolidado y de vasos comunicantes a nivel mundial (IMF, 2004).

En el caso de Colombia, adicionalmente, la competencia internacional en el fondeo de “proyectos de inversión” de mediano plazo ha dado como resultado que este tipo de negocios resulte más atractivo utilizando el apalancamiento de la banca internacional, con préstamos en divisas.

Esta tendencia ha dejado entonces sólo la porción de fondeo en moneda local (como elemento remanente) para las CF locales (*Dinero*, 2005). Se estima que el potencial del financiamiento en divisas en estos proyectos puede representar cerca de 60% del negocio de las CF y es allí donde éstas vienen enfrentando una dura competencia a nivel internacional.

De otra parte, el marco regulatorio ha terminado por reducir el espacio para el financiamiento local al haberse señalado, en la Ley 795 de 2003, que el sistema financiero no podría facilitar recursos para procesos de “fusiones y adquisiciones” de entidades en Colombia. Así, la reglamentación adoptada representa un retroceso respecto a lo señalado en la Ley 510 de 1999, donde este tipo de prohibición existía sólo en los casos en que se tenía el riesgo de ir a apoyar operaciones de “especulación”. La práctica internacional claramente ha ido más en línea con lo señalado en la Ley 510 de 1999 que en la nueva Ley 795 de 2003, donde (de hecho) se ha dejado un “arbitraje regulatorio” a favor del financiamiento externo en divisas para estos propósitos de “fusiones y adquisiciones”. Dicho de otra manera, se le terminó quitando a las CF el llamado *closing capacity* de sus negocios de banca de inversión, el cual puede representar cerca de un tercio del atractivo de operar una CF en Colombia. Sin tener esa capacidad de cerrar los negocios, la fase siguiente de “distribución accionaria” se hace más difícil; lograr el 1.5% del valor crediticio a favor de la CF local se ha vuelto prácticamente imposible.

Estos problemas de “sesgo regulatorio” también han aparecido en el frente tributario. Es bien conocido el caso del llamado “crédito mercantil” a través del cual los bancos locales deben enfrentar una serie de obligaciones tributarias al no poder descontar plenamente de su base gravable los recursos dispuestos para

la adquisición de empresas en Colombia. Si bien a los locales se les da un plazo de cinco años para enfrentar esa carga tributaria, el comprador del exterior puede recurrir a manejarlo como un incremento de la inversión extranjera directa en el país, sin incurrir en dicho gasto tributario. Este problema también existía en México y se hizo particularmente evidente a raíz de las negociaciones alrededor del gigantesco Banamex. El “sesgo regulatorio” era tan evidente que se hicieron las correcciones legislativas del caso, superando dicho problema hacia el futuro. Colombia, por lo tanto, debe abordar este tipo de correctivos (en materia de tratamiento crediticio y tributario), aprovechando el hecho de que existe ahora una visión unificada en cabeza de la nueva Superintendencia Financiera.

Las labores de tesorería de las CF también se han vuelto un negocio difícil y competido, en el cual la globalización pone a disposición de los clientes vehículos de cobertura (derivados y *forwards*) y mayor diversidad geográfica. Probablemente este tipo de actividades terminará siendo realizado casi en su totalidad por los bancos comerciales consolidados y las CF deberán volcar el grueso de su actividad hacia el valor agregado en sus asesorías de banca de inversión. Sin embargo, el mayor atractivo de esta estrategia descansará sobre las posibilidades de entrar en el negocio de “distribución accionaria” que se deriva de la estructuración de las “fusiones y adquisiciones”. Para lograr esto resultará indispensable superar los “sesgos regulatorios” en materia de tratamiento crediticio y tributario, que hoy claramente penalizan los créditos en pesos y las adquisiciones por parte de los locales.

### Labores futuras de las CF

Si se concluye que hacia el futuro las tareas fundamentales de las CF

estarán más focalizadas en lograr una mejor “distribución del valor accionario”, es apenas obvio pensar que sus enlaces estarán más orientados hacia el apoyo al mercado de capitales que hacia la intermediación financiera. Los organigramas financieros usualmente elevan una “muralla china” entre las instituciones que intermedian dineros del público y aquellas que administran los activos del capital productivo (las acciones), los fondos pensionales (AFP y seguros vitalicios) o los fondos mutuos de inversión.

Si se respeta este principio, se tiene que las labores de intermediación que venían desempeñando las CF quedarían al margen izquierdo de ese imaginaria “muralla china”, cuyas funciones ya vienen siendo asumidas por la banca consolidada; mientras que las labores de “distribución de acciones” quedarían en el margen derecho de dicha muralla. Este bloque de “manejo de acciones” en la práctica tiene como potenciales “gobernadores” de las empresas a las propias AFP y las inversoras de seguros, las que internacionalmente se han convertido en administradores “pasivos” de dichas empresas; también aparecen, como ocurre en Estados Unidos, los fondos fiduciarios que administran portafolios comunes. Estos fondos comunes, en la práctica, sólo ejercen una función de “voz” respecto a la propiedad accionaria. En cambio las CF están llamadas a ser las verdaderas “gestoras” de esa “gobernanza” accionaria con límites que no son muy restrictivos; por ejemplo, no pueden concentrar más del 35% del patrimonio técnico en una misma firma. Son las CF las que probablemente están en mejor capacidad de llegar a conocer el desempeño real

(no simplemente financiero) de estas empresas.

En estas labores de “distribución accionaria” también han venido participando en Colombia las sociedades comisionistas de bolsa. Hacia el futuro se encuentran muchas sinergias por explotar a nivel de las CF-comisionistas de bolsa en las labores conjuntas que vienen desempeñando en materia de “distribución accionaria” y asesorías financieras. Al estar al margen derecho de nuestra “muralla imaginaria”, se debería lograr controlar el problema de “riesgo moral” que tiende a surgir cuando en diversos bancos integrados (especialmente en Estados Unidos) no siem-

Si se concluye que hacia el futuro las tareas fundamentales de las CF estarán más focalizadas en lograr una mejor “distribución del valor accionario”, es apenas obvio pensar que sus enlaces estarán más orientados hacia el apoyo al mercado de capitales que hacia la intermediación financiera.

pre se separa de forma adecuada la recomendación técnica (obrar de tal o cual manera) de la “inducción” al uso de servicios bancarios de esos mismos bancos integrados.

Si el nuevo organigrama le asigna esta tarea de “gobernanza activa” del mercado de capitales accionario a la CF, es indudable que logrará complementar las tareas “pasivas” que vienen adelantando ya las AFP-aseguradores-fondos mutuos. Ésta ha sido, por ejemplo, la experiencia de gestores como Maquarie, quienes desarrollaron este tipo de acción desde Australia y la expandieron a nivel mundial, logrando descontar a valor presente muchos flujos de negocios (titularizando todo tipo de cartera).

Estos procesos le han dado un segundo aire al tema de “gestión empresarial” y han mejorado la asignación del mundo accionario. Muy seguramente las nuevas reglamentaciones de Basilea II inducirán una profundización de este tipo de estrategias, ya que el Artículo 12 hará aún más difícil el fondeo financiero para las CF, llevándolas a focalizarse en el desarrollo del mercado de capitales.

### Los mercados fiduciarios

Como es sabido, hasta la Ley 45 de 1990 el negocio fiduciario estuvo

en manos de los bancos comerciales; era una ventanilla más del mercado de intermediación. Sin embargo, su desarrollo durante los años ochenta fue más bien precario, pues la propia dinámica de los fondos comunes era lenta y tal vez no existía la “urgencia jurídica” de desarrollar los sistemas de “fondos autónomos”. Con posterioridad a dicha Ley y por diversas razones de tipo institucional y organizativo, los mercados fiduciarios han tenido un importante desarrollo, especialmente desde la segunda mitad de los años noventa.

Estos mercados fiduciarios se han desarrollado en cuatro áreas fundamentales: 1) fondos comunes ordinarios; 2) fondos dedicados a inversiones de largo plazo, usualmente como gestores de portafolios de las AFP; 3) fondos “autónomos” de propósito específico; y 4) fondos fiduciarios relacionados con los seguros. Este mercado hoy tiene fondos por valor de \$70 billones, distribuidos así: \$11.5 billones en fideicomisos de inversión, \$1.5 billones en fideicomisos inmobiliarios, \$21.7 billones en fideicomisos de administración y \$35.2 billones en otros tipos de fideicomisos (cuadro 4). Como ya lo comentamos, esta gran expansión del manejo de grandes portafolios por cuenta de terceros explica la importancia que ha venido ganando el mercado de valores frente al de la tradicional intermediación financiera, y la visión de conjunto que tiene que ir ganando el supervisor de crédito-valores.

Las actividades fiduciarias tienen muchas aristas, pero las más importantes son el manejo de dineros de corto plazo, donde ganan por administración a través de comisiones de “corretaje”, y dineros de inversión a plazos mayores, donde se incurren en valorizaciones o desvalorizaciones de portafolio. Pero tal vez el desarrollo más importante ha ocurrido en el área de “gestión” (no de intermediación), donde se cumplen mandatos específicos, bien para construir, administrar o facilitar diversos negocios. Este inusitado desarrollo en cierta medida ha estado vinculado a los efectos poscrisis, donde la “inseguridad jurídica”, las quiebras de muchas empresas y los litigios de todo tipo encontraron un gran refugio en los “mandatos fiduciarios”, que permitían operar determinados proyectos bajo el “blindaje” jurídico de “mandato específico” para los dineros allí aportados.

**Cuadro 4**  
**Descripción del negocio fiduciario en Colombia**

Subtipo de fondo	Billones de pesos	% PIB
Fideicomisos de inversión	11.5	4.3%
Fondo Común Ordinario (FCO)	7.6	2.8%
Fondos Comunes Especiales (FCE)	2.9	1.1%
FCE en moneda extranjera	0.1	0.0%
Fondos de destinación específica	0.4	0.2%
Fondos de pensiones voluntarias	n.d	n.d
Fondos mutuos de inversión	0.0	0.0%
Otros	0.5	0.2%
<b>Fideicomisos Inmobiliarios</b>	<b>1.5</b>	<b>0.6%</b>
Proyectos de construcción	0.6	0.2%
Administración y pagos	0.8	0.3%
Tesorería	0.0	0.0%
Administración	0.1	0.0%
Otros	0.0	0.0%
<b>Fideicomisos de administración</b>	<b>21.7</b>	<b>8.1%</b>
Administración y pagos	12.4	4.6%
Patrimonios autónomos de procesos de titularización	1.7	0.6%
Administración de cartera	0.3	0.1%
Otros	7.3	2.7%
<b>Otros fideicomisos</b>	<b>35.2</b>	<b>13.1%</b>
Fiducia en garantía	7.8	2.9%
Fiducia pública	5.5	2.1%
Otros	1.8	0.7%
Pensiones *	20.1	7.5%
<b>Total fondos</b>	<b>70</b>	<b>26.1%</b>

\* A partir de la Carta Circular 110/03, la Superintendencia Bancaria creó un nuevo grupo para clasificar las pensiones, lo cual hizo que las fiduciarias reclasificaran todos sus fideicomisos, de acuerdo con las nuevas instrucciones impartidas por la entidad.

Fuente: Anif con base en información de la Superintendencia Financiera.

La crisis de confianza de los TES (en agosto de 2002) también puso en evidencia la falta de apropiadas valoraciones de los riesgos implícitos en los portafolios de diversos fondos comunes y de la gestión que hacían las fiduciarias respecto de los portafolios asociados a las AFP. Como se recordará, en ese momento se encontró que buena parte de la curva de inversión estaba trastocada en materia de duración media: las fiducias estaban en la parte larga de la curva, mientras que las AFP se encontraban en la parte corta, cuando la racionalidad de los portafolios recomendaba lo contrario. A este respecto se han tomado importantes correctivos y los sistemas de valorización de riesgo se han ido mejorando.

Al igual que con las CF, las labores de intermediación están ligadas a los bancos comerciales y tal vez la mayor especificidad que hoy exhibe el negocio fiduciario tiene que ver con su agilidad de respuesta en materia de gestión de portafolios “autónomos”. Se ha argumentado que el manejo de los fondos comunes podría entrar en “conflicto de intereses” si se pensara en integrar nuevamente el negocio fiduciario como una “ventanilla” más de los bancos comerciales. En particular, se han expresado temores sobre el manejo de los portafolios de inversión y la conveniencia de no contaminar las preferencias de los fondos mutuos con algunas determinaciones particulares del portafolio de inversiones de los bancos.

A este respecto, consideramos que bien podría generarse una separación del negocio fiduciario. La porción de “carteras colectivas” (fondos mutuales), al igual que ya ocurre con los fondos de las AFP (pensiones obligatorias, voluntarias y cesantías), quedaría al “margen derecho” del negocio, donde deben seguir existiendo los manejos contables que hoy permiten una adecuada compartimen-

talización, de tal manera que se eviten los conflictos de intereses. De otra parte, el manejo de los “patrimonios autónomos” los podrían seguir manejando las fiduciarias de forma separada (“al margen izquierdo” del negocio financiero) y, voluntariamente, podrían integrarlos “como una ventanilla” más a sus bancos consolidados, donde es bien sabido que el abaratamiento en el fondeo es pieza clave de este negocio financiero.

Dicho de otra forma, aquellas entidades que sientan que están en capacidad de explotar mayores economías de escala-alcance al integrar sus fiduciarias a los bancos, tal como ocurría en los años ochenta, deberían poderlo hacer de forma voluntaria. Por esta vía probablemente se darían interesantes desarrollos de los negocios de banca-seguros o negocios fiduciarios atados a inmobiliarias, donde este último elemento sería un canal de revitalización para el negocio hipotecario que se encuentra tan estancado en la actualidad. Probablemente serán más las condiciones de “gestión” y habilidad de respuesta las que determinen si le conviene a tal o cual *holding* financiero o banco comercial integrar esos servicios o mantenerlos separadamente, como ha sido la tendencia reciente, donde el elemento de “blindaje” se ha vuelto importante frente a tantas amenazas de tipo jurídico.

### El esquema de banca-seguros

Los negocios de seguros deben separarse en al menos dos capítulos: de una parte, se encuentran los de tipo comercial (automóviles, inmuebles, salud, etc.) y, de otra parte, los relacionados con los seguros de vida y

pensionales (Vera, 2006). Es claro que la primera gama de negocios, *de facto*, se ha integrado al sistema financiero, donde varios bancos vienen ofreciéndolos en sus ventanillas y han logrado engancharlos en el mismo otorgamiento crediticio. En la práctica existe entonces una integración de diversos servicios de seguros “bajo el mismo techo bancario” y este tipo de tendencias ha dado ori-

En Colombia la responsabilidad última del negocio permanece con la entidad que expide las pólizas de seguros y no con quien “vende el servicio financiero bancario”, lo cual puede en ocasiones haber frenado una mayor penetración del mercado.

gen al conocido negocio de banca-seguros (*bank-assurance*). Tal vez uno de los ejemplos más dicientes a este respecto es el de la integración alrededor de la venta de automóviles, donde la tendencia ha sido que las firmas financiadoras (excepto las de *leasing*) han sido absorbidas por los bancos, y en esa operación ahora se venden seguros de todo tipo de forma integrada.

Sin embargo, en Colombia la responsabilidad última del negocio permanece con la entidad que expide las pólizas de seguros y no con quien “vende el servicio financiero bancario”, lo cual puede en ocasiones haber frenado una mayor penetración del mercado. Adicionalmente, la restricción legal de “compartir información” entre los bancos comerciales y la clientela de las aseguradoras claramente impide explotar de mejor forma algunas economías de escala-alcance en este proceso de integración de banca-seguros.

La tendencia a nivel internacional ha sido hacia la integración de los servicios bancarios y de seguros, aunque con resultados disímiles (Van den Berghe *et al*, 1999; IMF, 2004). Cabe recordar, por ejemplo, las tendencias que se traen desde mediados de los años noventa, especialmente en Europa, con la gran integración de Credit Swiss-Winterthur (1997), ING y Melistar (2000), con posteriores expansiones a Allianz y Dresner Bank

que salieron del balance de los bancos hipotecarios).

Hacia el futuro el desafío consiste en ver cómo se convierte el acervo ahorrado de las AFP en flujos de pensiones aseguradas a tal o cual horizonte. Al igual que viene ocurriendo con las CF, probablemente la tendencia será que la parte de servicios financieros y de seguros continúe profundizándose a través de la banca consolidada, mientras que la porción relacionada con el mercado de capitales, en particular la de las rentas pensionales y de seguros vitalicios, se vuelva una parte integral de éste, ubicándose claramente en el margen derecho de nuestra imaginaria “muralla china”. Es difícil anticipar aquí si se trata o no de desarrollos en la

Hacia el futuro el desafío consiste en ver cómo se convierte el acervo ahorrado de las AFP en flujos de pensiones aseguradas a tal o cual horizonte.

(2001). Aun así, es el negocio de seguros de vida el que mayor integración reporta frente a seguros de otro tipo. Se ha estimado que la penetración bancaria en los seguros de vida durante los años noventa ha sido de 56% en Francia, 32% en España-Italia, pero sólo de 17% en Gran Bretaña y de 15% en Alemania, mientras que en Canadá se mantienen serias restricciones frente a dicha integración bancaria.

Los negocios de seguros de vida y rentas vitalicias han estado asociados al propio desarrollo de las AFP y, como lo mencionábamos, existe un campo natural para complementar las actividades de estas administradoras (en un mundo joven de cotizantes) con el de las aseguradoras (un mundo pronto de pensionados). El manejo de las “carteras colectivas” (en el “margen derecho” del negocio) incluirían entonces las AFP, los fondos mutuos, el portafolio de largo plazo de las aseguradoras y los portafolios titularizados (como ocurre hoy con las hipotecas

línea de la multibanca alemana (de tipo universal), donde los seguros han estado íntimamente ligados a la intermediación financiera y ésta a su vez a las firmas del sector real (Clavijo, 2000), o si sencillamente se trata de un desarrollo natural, donde una porción va hacia la línea de la intermediación de servicios financieros (“margen izquierdo” del negocio) y otra porción termina estando más ligada al mercado de capitales a través de la administración de carteras colectivas de mediano y largo plazo (“margen derecho” del negocio).

### III. Una propuesta organizativa para el sector financiero

Una vez analizada la estructura del sistema financiero colombiano, y a la luz de algunos estudios en los que se evidencia la posibilidad de explotación de economías de escala a partir de los procesos de fusiones bancarias (Salazar y Salamanca, 2006; Montoya

y Rizo, 2006), proponemos algunos cambios regulatorios tendientes a lograr mayores ganancias de escala-producto en el negocio de intermediación y un mejor desarrollo del mercado de capitales, a saber:

#### 1. Intermediación financiera

Respecto del modelo que se tenía antes de la crisis (por ejemplo, 1995), el gráfico 1 indica que se añadirían al negocio bancario los siguientes elementos: las hipotecas (fase ya culminada, absorbiendo las BECH); la intermediación de dineros de largo plazo para proyectos de inversión (en proceso, absorbiendo esta labor de las CF); la consolidación del manejo cambiario (en proceso, complementando actividades de corredores de bolsa y casas de cambio); la venta de seguros comerciales (viviendas, automóviles, hogar, etc., en proceso, absorbiendo algunas compañías de seguros); las actividades de *leasing* financiero (requiere cambio regulatorio, lo cual permitiría absorber estas actividades que vienen adelantando las CFC); y el negocio de fiducia bancaria (tipo patrimonio autónomo, lo cual requiere cambio regulatorio para poder absorber estas actividades de las compañías fiduciarias).

#### 2. Mercado de capitales

En la categoría de manejo de portafolios de terceros quedarían las AFP, asignando portafolios de mediano y largo plazo asociados con las pensiones obligatorias, voluntarias y las cesantías, (actuando de forma similar a como lo vienen haciendo). Allí también se vincularían recursos de las fiduciarias que tienen esa vocación de administrar “carteras colectivas” (fondos comunes ordinarios y portafolios de inversión, etc.), mientras que los relacionados con la administración de pa-

trimonios autónomos pasarían a ser una “ventanilla” más de los bancos consolidados. Las titularizadoras (hipotecarias y de carteras de otro tipo) entrarían a formar parte de este grupo de carteras que están por fuera del balance de la intermediación financiera y que apoyan el desarrollo del mercado de capitales. Una segunda categoría (del lado “derecho de la muralla regulatoria”) estaría conformada por la banca de inversión (el remanente de las CF), focalizada en las asesorías financieras y en la parte de “distribución de la propiedad accionaria”. El grueso de las actividades de los comisionistas de bolsa estaría dedicado a apoyar estas gestiones, tal como ocurre hoy en el mundo desarrollado a través de los *securities*.

## Conclusiones

En este artículo se propone una reforma financiera a partir de la cual se consoliden los bancos comerciales como el eje del negocio de intermediación financiera, al tiempo que se organiza el mercado de capitales alrededor de la administración de carteras colectivas y portafolios de ahorro pensionales y de largo plazo (actualmente gestionadas por fiduciarias, AFP y compañías de seguros).

En ésta se propone consolidar el esquema de multibanca alrededor de los bancos comerciales, que hoy han absorbido el negocio de intermediación financiera, fondeándose por diversos instrumentos (cuenta corriente, cuenta ahorros y CDT) y prestando a múltiples sectores (comercial, consumo,

hipotecas); al tiempo que ofrecen diversos servicios financieros (coberturas cambiarias, seguros varios). Esta labor debe poderse complementar hacia el futuro ofreciendo también “bajo un mismo techo” servicios como el *leasing* y la “fiducia”, que por razones de índole regulatoria hoy no pueden vincularse a los bancos comerciales. Este tipo de negocios de intermediación y extensión de los servicios financieros (aprovechando la red de servicios integrados) estaría al margen izquierdo de la muralla divisoria que tradicionalmente se traza para separarlos de los negocios de “distribución de la propiedad” (actualmente gestionada por AFP, fiduciarias, CF y compañías de seguros), quedando estos últimos al margen derecho de dicha “muralla china”. **ANIF**

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Akhavein J., Berger y A. Humphrey D. (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 y C. Salleo (2002), “Consolidation and Efficiency in the Financial Sector: A Review of the International Evidence”, *G-10 Report on Financial Sector Consolidation*.
- Asobancaria (2004), “La bancarización: un gran reto para el país”, *La Semana Económica*, noviembre 19.
- Asobancaria (2005a), “La fusión de superintendencias: más allá del modelo”, *La Semana Económica*, febrero 4.
- Asobancaria (2005b), “Agenda financiera interna: las tareas a seguir”, *La Semana Económica*, mayo 27.
- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, y R. Levin (2005), “Bank Concentration and Fragility: Impact and Mechanics, NBER, Working Paper 11500, junio.
- Berger A., y Mester L. (1997), “Inside the Black Box: What explains differences in the inefficiencies in financial institutions?”, *Working Paper N° 97-1*, Federal Reserve Bank of Philadelphia.
- Budnevich C., Franken H., y Paredes R. (2001), “Economías de escala y economías de ámbito en el sistema bancario chileno”.
- Clavijo, S. (2002), “Towards Multibanking in Colombia: From Patchwork’ to Financial Holdings”, *Money Affairs*, enero-junio.
- Dinero (2005), “Banca de inversión: las movidas de los banqueros”, diciembre 9.
- Herring, R.J. y Santomero, A.M. (1990), “The corporate structure of financial conglomerates”, *Journal of Financial Services Research*, 471-497.
- International Monetary Fund (2004), *Global Financial Stability Report: Risk Transfer and the Insurance Industry* (Chapter, III).
- Inter-American Development Bank (2004), “Unlocking Credit: The Quest for Deep and Stable Bank Lending”, Washington, D.C. LatinFinance (2004), “Cashing-In: Latinamerica Banking”, noviembre.
- Mester L. (1993), “Efficiency of Banks in the Third Federal Reserve District”, *Working Paper*, Financial Institutions Centers, University of Pennsylvania.
- Norton, J.J. (2005), “Global Financial Sector Reform: The Single Financial Regulator Model Based On The United Kingdom FSA Experience – A Critical Reevaluation”, Foro Internacional sobre Reforma al Mercado de Valores en Colombia, Ley 964 de 2005, Universidad Externado de Colombia, octubre.
- Rhoades S. (1997), “The efficiency Effects of Bank Mergers: An Overview of Case Studies of Nine Mergers”, *Journal of Banking and Finance*.
- Salazar N., y Salamanca C. (2006), “Resultados de las fusiones bancarias en Colombia”, *Carta Financiera*, Anif, No. 133, abril-mayo.
- Montoya G. y Rizo C. (2006), “Eficiencia bancaria en Colombia: nueva evidencia para el período poscrisis bancaria”, *Carta Financiera*, Anif, No. 134, junio-agosto.
- The Economist* (2004), “A Survey of International Banking: Trust Me, I’m a Banker”, abril 17.
- The Economist* (2005), “A Survey of International Banking: Open Wider”, mayo 21.
- Van den Berge, L.A.A, S.W.M. Carchon, y K. Verweire (1999), “Convergence in the Financial Service Industry”, *OECD, Report*, septiembre.
- Vera, A. (2006), “Las firmas en la industria aseguradora colombiana”, *Carta Financiera*, Anif, No. 132, enero-marzo.