

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

SUBDIRECTORA
Natalia Salazar

SECRETARIA GENERAL
Helena Hidalgo

INVESTIGADORES ANIF
Paula García
Catalina Prieto
Marisol Cuéllar
Camila Salamanca
Juliana Salazar
Juan Guillermo Caicedo
Alejandro Vera
Jonathan Malagón

PRODUCCIÓN ELECTRÓNICA
Luz Stella Sánchez
Sandra Venegas

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

IMPRESIÓN
Legis S.A.

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 | ¿Qué nos quiso decir Wall Street y qué
queremos escuchar?

actualidad económica

- 7 | Sistema de indicadores líderes para Colombia:
Anif - Leading - Index (ALI)
Sergio Clavijo, Paula García y Jonathan Malagón
- 15 | Represión financiera y márgenes de intermediación
Natalia Salazar
- 24 | El debilitamiento del dólar
José Luis Torres y Juan Mauricio Ramírez
- 32 | Estrategias de inversión de la banca colombiana:
colocar menos cartera para invertir en TES
Romel Rodríguez Hernández
- 43 | La reforma de la banca central en América Latina:
logros y desafíos
Agustín Carstens y Luis I. Jácome H.
- 57 | ¿Y del sector agropecuario qué?
Marisol Cuéllar
- 69 | Las relaciones agente-principal y la ética empresarial
Andrés Langebaek
- 72 | Análisis político y diagnóstico económico:
la contienda electoral colombiana
- 75 | Tributación en Colombia: IVA sí, Flat Tax no

entrevista

- 73 | La política social en Colombia:
de la mano de su otro gemelo
Entrevista al ministro de Protección Social,
Diego Palacio Betancourt

torre de marfil

- 84 | Comentarios al libro *El río* de Wade Davis
Irene Clavijo y Sergio Clavijo
- 86 | La relación entre las manchas solares
y el crecimiento del PIB
Anthony Nail

¿Y del sector agropecuario qué?

Marisol Cuéllar*

En meses pasados el Banco Mundial publicó su estudio *Más allá de la ciudad: la contribución del campo al desarrollo*, el cual sirvió para poner de nuevo sobre la mesa discusiones de vieja data en torno a los temas agrícola y rural. Uno de los aportes más importantes del estudio es que recoge varias de las inquietudes que se han tejido por años alrededor del tema; de hecho, muchos podrían pensar que la mayoría de los resultados expuestos no constituye una revelación, sino que más bien se trata de consideraciones que se han discutido internamente en el país por varias décadas. En este sentido, lo realmente importante de este estudio es que reabre el debate, dándole un tono más académico y formal, algo que seguramente hacía falta pues no puede desconocerse que, tradicionalmente, las discusiones acerca del futuro del campo colombiano han estado marcadas por un tono más emotivo que objetivo.

De igual manera, las discusiones que se han dado en el marco del TLC en torno al sector agropecuario han hecho cada vez más latente la necesidad de que el gobierno, el sector privado, los analistas y los académicos se sienten a discutir sobre el futuro

y retos de este sector. Por esta razón, el propósito fundamental de este artículo es hacer un breve recuento de los principales puntos que se han discutido recientemente en los diferentes foros en los cuales el sector agropecuario ha sido el centro del debate.

El presente documento se encuentra dividido en cinco partes. En la primera parte se resumen los principales resultados del estudio del Banco Mundial. La segunda plantea un breve diagnóstico de la problemática del sector agropecuario colombiano que sirve de abrebocas a la tercera sección donde se comenta la política adelantada por el gobierno para el sector agropecuario; en la cuarta parte se abordan algunas consideraciones sobre la Agenda Interna; y en la quinta parte se presentan unas reflexiones finales a manera de conclusión.

I. Principales resultados del estudio del Banco Mundial

Un primer resultado importante que arroja el estudio del Banco Mundial tiene que ver con la aproximación al verdadero tamaño del sector rural. Tradicionalmente las estadísti-

cas oficiales de los países latinoamericanos utilizan un enfoque sectorial para definir la ruralidad. Es decir, la definición de lo rural se encuentra estrechamente ligada o en función del tamaño de la producción agrícola primaria.

Este enfoque tiene un grave problema, subestima el tamaño real de la economía rural desde varias ópticas. En primer lugar, la evidencia demuestra que las actividades agrícolas no son la principal fuente de ingresos de las familias rurales. En segundo lugar, los encadenamientos «hacia adelante» de la agricultura con otras industrias son importantes y por tanto deberían ser contabilizados. En tercer lugar, la contribución de las actividades agrícolas a la generación de divisas es significativamente mayor que su contribución al PIB nacional. Estos factores nos demuestran que efectivamente el verdadero aporte del sector rural al ingreso nacional es mayor que la proporción de las actividades agrícolas primarias en el PIB.

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

Y, ¿cómo se leen estos resultados para el caso específico de nuestro país? Primero que todo, en Colombia el 50% de los ingresos totales de los hogares rurales proviene de actividades no agrícolas. En segundo lugar, si nuestras estadísticas oficiales tuvieran en cuenta los sectores relacionados, la contribución de las actividades agrícolas dentro del PIB pasaría de 14.42% a 18.31%. Finalmente, las

ral utilizada por los países de la OECD, la cual destaca la densidad demográfica y/o la distancia geográfica que separa la zona en cuestión de las principales ciudades dentro de un país.¹ Ambos criterios son económicamente pertinentes dado su impacto sobre los costos en términos de acceso a mercados y entrega de servicios. Según este último criterio, la población rural de la región

latinoamericana suma aproximadamente 42% de la población total, mientras que las estadísticas oficiales arrojan una estimación de sólo 24%. Para Colombia, el nuevo cálculo hace que la población rural pase

Es por esta razón que propone que la definición de ruralidad sea un concepto multidimensional que abarque el acceso a servicios sociales y de infraestructura, los eslabonamientos con los mercados laborales y de productos básicos, así como la participación en actividades agrícolas y afines.

de exportaciones agrícolas representan el 21.5% de las exportaciones totales de nuestro país. Adicionalmente, si se quisiera una verdadera contabilidad de la contribución del sector rural, tendría que tenerse en cuenta un elemento que es definitivo en el caso colombiano y es lo que representa la agricultura para nuestro país en términos de generación de empleo y de la tan mencionada «ocupación lícita del territorio nacional».

El estudio además resalta que las estadísticas oficiales también tienden a subestimar la población rural, lo que implica que no se sabe cuánta gente vive realmente en zonas rurales de nuestros países. Esto sucede porque las estadísticas oficiales se basan en criterios en ocasiones contradictorios, como por ejemplo el tamaño de la población de un asentamiento dado, independientemente de sus dimensiones territoriales. El Banco Mundial recoge entonces la definición alternativa del sector ru-

ral utilizada por los países de la OECD, la cual destaca la densidad demográfica y/o la distancia geográfica que separa la zona en cuestión de las principales ciudades dentro de un país.¹

En síntesis, la primera gran conclusión del estudio del Banco Mundial es que la definición y la medición del tamaño del sector rural y su contribución, tal y como las vienen calculando los países latinoamericanos, subestiman los valores reales. Es por esta razón que propone que la definición de ruralidad sea un concepto multidimensional que abarque el acceso a servicios sociales y de infraestructura, los eslabonamientos con los mercados laborales y de productos básicos, así como la participación en actividades agrícolas y afines. Esto implica, entre otras, que los enfoques sectoriales y demográficos deban integrarse.

De otro lado, el estudio del Banco Mundial también argumenta que la mera contabilidad del tamaño del sector no representa la verdadera contribución del crecimiento agrícola al desarrollo nacional. Al respecto, encuentra que durante los últimos cua-

renta años el crecimiento agrícola de América Latina y el Caribe ha estado asociado a efectos positivos adicionales sobre el resto de la economía. Los ejercicios econométricos arrojan que un crecimiento de 1% en el PIB agrícola se asocia con un crecimiento de 0.12% en la producción no agrícola. Por el contrario, en el caso de los países desarrollados, el efecto es negativo, es decir, la agricultura extrae recursos de las actividades no agrícolas. Esto demuestra que la excesiva protección de la agricultura, en forma de cuantiosos subsidios y ayudas internas, genera efectivamente un costo para el crecimiento de estas economías.

A pesar de los resultados expuestos anteriormente respecto a la mayor importancia del sector agrícola y el mayor tamaño de la población rural, lo cierto es que este hecho no se refleja, por lo menos en la cuantía que uno quisiera, en mayor bienestar para los productores y campesinos de las áreas rurales. Las cifras apuntan a que la pobreza no ha cedido en América Latina. En nuestro país las últimas cifras oficiales indican que la pobreza rural se ubica en 69%, que, aunque es 7 puntos inferior a la registrada en 2002, refleja una situación realmente preocupante.

Al respecto, los resultados empíricos sugieren que el crecimiento de la agricultura es claramente menos propobres que el crecimiento en los sectores no agrícolas; la elasticidad ingreso del primer décil de la población a actividades agrícolas es 0.19, mientras que aquella para las actividades no agrícolas es 0.77. Sin embargo, el estudio también menciona que si se tomara en cuenta el efecto indirecto (0.08), el efecto total as-

¹ Según este criterio, la ruralidad corresponde a densidades demográficas inferiores a 150 habitantes por kilómetro cuadrado y una distancia de las zonas urbanas superior a una hora de viaje.

cendería a 0.27, lo cual no es despreciable dada la participación de este sector en el PIB. La recomendación del Banco Mundial para que el crecimiento agrícola sea más propobres es propender por un acceso integrado a activos como la tierra, la infraestructura, el capital humano y el crédito.

Esta realidad abre el espacio para evaluar qué tan relacionado está este hecho con el tipo de políticas que siguen los países en desarrollo para favorecer a sus sectores rurales en términos de gasto público. El informe arroja que las asignaciones del gasto público al sector agropecuario son inferiores a la contribución al crecimiento económico que se derivaría de una expansión de la agricultura. Sin embargo, señala que en la actualidad el problema más grave no es ese, sino que la composición del gasto público rural es altamente ineficiente. Esto se debe a que existe un fuerte sesgo en favor de subsidios dirigidos a grupos específicos de productores y en contra de la entrega de bienes públicos, lo cual tiene graves consecuencias. Al hablar de bienes públicos se hace referencia a educación rural, salud y protección social, infraestructura rural, investigación y extensión, protección ambiental y gasto antipobreza focalizado.

En este orden de ideas, el estudio sugiere que un aumento de 1 punto porcentual en la proporción de gasto público rural destinado a la entrega de bienes públicos en los países de América Latina y el Caribe se asocia con un crecimiento de 0.23% en la producción agrícola *per cápita*. En contraste, aumentar el gasto rural en 1% sin cambiar la composición aumenta el ingreso agrícola en sólo 0.06%. Según esta evidencia, en este momento es más importante que haya una reestructuración del gasto público que un aumento en el gasto rural total.

En Colombia, 34% del presupuesto de inversión del Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural (\$248.832 millones para 2005) se destina al fondo de comercialización de productos agropecuarios que beneficia básicamente a los productores de algodón, arroz y maíz. Si adicionalmente se tiene en cuenta que el 18.1% corresponde al apoyo gubernamental a la caficultura, estaríamos hablando de que 52.1% del presu-

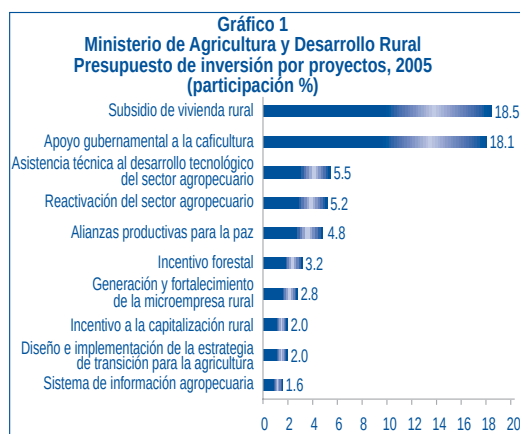
gan los países de la OECD a sus agricultores.

Son dos los argumentos que pueden dar sustento a esta afirmación. El primero está relacionado con la mayor elasticidad de la demanda por importaciones a las reducciones arancelarias y el segundo con el hecho de que la reducción de los subsidios agrícolas sí incrementará los precios mundiales de los *commodities* ... pero poco.

En el caso concreto de Estados Unidos, la elasticidad de las importaciones con respecto a una reducción arancelaria es seis veces la elasticidad respecto al equivalente arancelario de las ayudas internas (Bianchi, Rozada, Sanguinetti, 2002). Esto sucede porque una caída en los subsidios reduciría los incentivos a la producción doméstica en Estados Unidos, pero sin un cambio en sus aranceles los consumidores de este país seguirían enfrentándose al mismo precio. Esto quiere decir que las importaciones aumentarían en tanto la producción cae, pero la cantidad total comprada por los consumidores permanecería constante. En cambio, una caída en los aranceles sí incrementaría la cantidad total demandada.

Respecto al segundo argumento, la literatura económica ha llegado a un cierto consenso respecto a que, en el agregado, remover los subsidios domésticos generará un alza de precios, pero generalmente ésta es modesta (10% de incremento o menos en dos décadas con la eliminación completa, cuadro 1).

Esta situación implica que los países latinoamericanos deben concentrarse más en la eliminación de cualquier medida de protección en frontera que mantengan los países desarrollados que en la eliminación de las ayudas internas, pues de lo primero obtendrían ganancias significativas en términos de volumen transado, mientras que lo segundo no



Fuente: Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural.

puesto total está dirigido a cuatro productos. Indudablemente son productos muy sensibles para la economía rural de nuestro país, pero, a la luz de los resultados anteriores, sería importante evaluar qué medidas pueden tomarse para garantizar que estos productos sean autosostenibles en el mediano plazo y los recursos puedan tener una destinación más transversal. Éste ha sido un tema que se ha debatido ampliamente y que se retomará más adelante (gráfico 1).

Dejamos para el final las consideraciones del estudio respecto al impacto de la política comercial. El informe señala que en la mayoría de países latinoamericanos, los beneficios potenciales de un mayor acceso a mercados derivado de una menor protección en frontera son más importantes que aquellos asociados con la reducción de las internas que otor-

Cuadro 1
Efectos estimados de una eliminación en los subsidios que otorgan los países desarrollados a su agricultura

Modelo	Commodity	Eliminación de los subsidios	Cambio % en los precios a 2020
IFPRI	Maíz	Todos (incluyendo a la exportación)	2.9
IADB	Granos	Todos los occidentales	1.8
USDA	Todos los cultivos	Todos (incluyendo a la exportación)	3.7

Fuente: Wise, T. (2004). "The Paradox of Agricultural Subsidies".

Cuadro 2
Precios mundiales en 2020 resultantes de la liberación comercial

	Precio base (US\$/Ton)	Var. % sobre el precio base		
		Liberación completa	OECD	En vías de desarrollo
Carne	1.748	18.0	5.2	12.4
Leche	292	32.5	19.2	11.6
Trigo	123	8.1	0.8	8.1
Arroz	252	13.1	1.6	11.5
Maíz	104	9.6	2.9	6.7
Otros granos	89	7.9	1.1	7.9

Fuente: IFPRI, 2003.

traería el significativo efecto esperado sobre los precios internacionales.

Adicionalmente, el Banco Mundial propone que los países de América Latina deben continuar presionando por la liberación de los mercados agropecuarios de la OECD, pero su tarea más importante debe ser liberar sus propios sectores agropecuarios (cuadro 2). El Banco Mundial calcula que para los países en desarrollo, el 83% de las ganancias totales en bienestar de una reforma mundial al comercio agrícola se deriva de su propia liberación.

II. Breve diagnóstico de la situación actual del sector agrícola colombiano

Representantes del sector han hecho un gran esfuerzo por diagnosti-

car la problemática del agro colombiano. El Cega, por ejemplo, ha identificado tres problemas estructurales que explican la baja competitividad del sector agropecuario: una producción atomizada con restricciones de acceso a tierra, capital y tecnología; una política segmentada por producto, y finalmente, la exclusión de los pequeños productores.

La atomización de unidades productivas cada vez más pequeñas no ha permitido que el sector agropecuario consolide las ventajas derivadas de las economías de escala; la segmentación de políticas por producto genera graves conflictos a nivel de cadena y la exclusión de los pequeños productores se ha traducido en altos índices de pobreza rural.

Al respecto, hay que decir que el país no ha entendido que el concepto

de democratización de la propiedad no implica la atomización de las unidades productivas. Así como tampoco entiende que no basta con garantizar el acceso al crédito, a la tierra o a la tecnología de manera aislada, pues lo que se requiere es un acceso integral a estos factores.

El Cega también propone tres estrategias para superar estos problemas: integración horizontal, integración vertical y alianzas estratégicas entre pequeños y grandes productores. Estas estrategias implican un cambio importante en la manera como se viene apoyando al sector agropecuario. Esto implica «pasar de una visión de corto plazo a una de largo plazo, del incentivo genérico que distorsiona el cálculo de rentabilidades al apoyo directo a la innovación, del proyecto aislado al *cluster* regional, del gremio a la región y del producto al sistema».

III. Política estatal para el sector agropecuario

Pensando en cómo dinamizar el sector agropecuario colombiano, el Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural está concentrando sus esfuerzos en cinco frentes que definen la política agrícola del gobierno: garantizar un mayor acceso al crédito para los productores; ejercer una adecuada política de subsidios; promover la empresarización del sector; impulsar una política adecuada de tierras, y abrir mercados para nuestros productos. A continuación nos referiremos a cada uno de estos puntos, contrastando varias ópticas: la del gobierno, la del sector productivo y la de los analistas.

1) Garantizar un mayor acceso al crédito

En el tema de garantizar un mayor acceso al crédito para los productores agropecuarios, las cifras de 2003 y 2004 respaldan de forma contundente

te los esfuerzos del gobierno en este frente. Para cumplir con este fin el Gobierno cuenta con instrumentos como las líneas de redescuento a través de Finagro, el Fondo Agropecuario de Garantías (FAG) y el programa de Incentivo a la Capitalización Rural (ICR).

En 2004, Finagro desembolsó créditos por \$1 billón 892 mil millones, lo que representa un incremento de 21% respecto a la cifra registrada en 2003. De esta forma, la cartera total agropecuaria, a 31 de diciembre de 2004, llegó a \$2 billones 976 mil millones. Así mismo, en 2004 los créditos respaldados por el Fondo Agropecuario de Garantías ascendieron a 81.318 créditos por un monto de \$664.548 millones, superior en 120% en número y 75% respecto de los créditos garantizados en igual período de 2003.

Por último, mediante el ICR se pagaron estímulos por \$21.477 millones para 2.891 proyectos ejecutados por pequeños y medianos productores, que realizaron inversiones totales en sus predios y empresas por valor de \$101.414 millones.

También es importante destacar que en 2004 la cartera agropecuaria aumentó su participación en el sector

financiero del país alcanzando el 5.63%, la más alta en quince años. De hecho, al 31 de mayo la cartera agropecuaria se situó en \$3.07 billones.

En este frente es importante destacar tres aspectos positivos. Primero, que el crédito a pequeños productores es el que viene experimentando la mejor dinámica (91.7% de incremento en los cinco primeros meses de 2005), aunque todavía representa un porcentaje relativamente pequeño del total (34.2%). Segundo, que las reglas vigentes incentivan la asociatividad, de esta manera un crédito asociativo para pequeños productores sólo paga una tasa equivalente a DTF+2. Tercero, que el Gobierno ha intentado focalizar parte de los recursos que otorga hacia el tema de infraestructura.

Respecto a este último punto, es importante mencionar que se han diseñado, entre otras, líneas de crédito para estimular a los empresarios a invertir en distritos de riego. La idea es que el sector privado sea el que se encargue de este tipo de inversiones, pero con créditos blandos de largo plazo y con una tasa de interés fija. Sin embargo, esta iniciativa contrasta con el hecho de que el ICR, instrumento que se creó para incentivar la

modernización sectorial, se ha venido desnaturalizando con la mayor utilización de sus recursos para fomentar los cultivos permanentes, los cuales representaron el 81% del total pagado en 2004. Al respecto, resaltan negativamente dos cosas: las modalidades asociadas directamente con modernización empresarial, como maquinaria e infraestructura, tienen una menor participación y el ICR no ha tenido un importante uso en los temas de modernización tecnológica (cuadro 3).

De otro lado, está el hecho de que no obstante el buen desempeño del crédito agropecuario de los últimos años, existe un segmento de los productores que aún no se siente complacido con las tasas que deben pagar por sus créditos, pues consideran que en Colombia el costo del financiamiento todavía es muy alto y que los recursos no se entregan a costo internacional. El argumento que dan es que al comparar la tasa que tienen que pagar para acceder a este tipo de crédito con la DTF o con los niveles de inflación interna, el resultado no es una tasa de fomento. Al respecto, sostienen que no se puede considerar de fomento una tasa de interés que es superior entre el 80% y el 200% a la

Cuadro 3
ICR, pagos anuales por campo de elegibilidad (\$ millones)

Campo de elegibilidad	2002		2003		2004		a abril de 2005	
	Valor	Part. %	Valor	Part. %	Valor	Part. %	Valor	Part. %
Adecuación de tierras y manejo del recurso hídrico	5.800	15.8	9.724	21.0	1.483	6.9	550	11.2
Maquinaria y equipos	8.483	23.1	12.337	26.7	481	2.2	310	6.3
Infraestructura para la producción	1.399	3.8	3.770	8.2	814	3.8	224	4.5
Plantación y mantenimiento de cultivos de tardío rendimiento	12.926	35.2	13.293	28.7	17.467	81.3	3.454	70.1
Infraestructura y equipo de transporte	8.138	22.1	6.502	14.1	1.184	5.5	387	7.9
Modernización tecnológica	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
Ganado bovino puro	21	0.1	621	1.3	48	0.2	0	0.0
Total	36.768	100.0	46.248	100.0	21.477	100.0	4.925	100.0

Fuente: Finagro.

inflación doméstica, y que muchas veces es más alta que la tasa de mercado preferencial.

La evidencia apuntaría en este sentido. Un estudio reciente publicado por el Ministerio de Agricultura sobre el sector agrícola y el TLC encuentra que, entre 2000 y 2002, los grandes y medianos productores no

vo de la agricultura es lograr una adecuada utilización de la tierra. La tierra tiene que concebirse como un verdadero factor productivo y no como un factor generador de «extrarrentas».

Las opiniones parecen convergir en el sentido que no es necesario un nuevo impuesto sobre la tierra; es mejor encaminar los esfuerzos hacia

un mejor recaudo de los ya existentes. Esta estrategia requiere sistematizar y actualizar el catastro, además de realizar importantes ajustes legislativos sobre la base y las tarifas de este impuesto (Iregui, 2004). Al 1° de enero de este año los predios actualizados re-

Según el Ministerio de Agricultura, en 2004 el Gobierno entregó ayudas al sector agropecuario del orden de \$190.280 millones; para 2005 se tiene presupuestado que éstas se eleven a \$387.178 millones. Este incremento de más de 100%, pese a las dificultades fiscales del país, se debe, según palabras del ministro, al compromiso que el gobierno asumió con el campo, a los buenos resultados arrojados por la política de seguridad democrática y a la necesidad de generar empleo.

Los más grandes rubros entre los cuales se repartirán los más de \$387.000 millones son: \$150 mil millones para el Incentivo de Cobertura Cambiaria (ICC); más de \$60 mil millones para la ayuda de los algodoneros; \$40 mil millones para los productores de maíz; \$45 mil millones para en el Incentivo de Capitalización Rural (ICR).

Si bien estos recursos se han asignado con criterios en cierta forma válidos, como las distorsiones de los mercados internacionales o que se trata de cultivos ubicados en zonas de violencia, la pregunta que todo el mundo se sigue haciendo es ¿no sería mejor otorgar subsidios transversales dadas las restricciones fiscales del país? Al respecto el Gobierno ha sido enfático en la dificultad de otorgar subsidios transversales y en afirmar que éste es un concepto teórico difícilmente aplicable en la práctica.

Aunque los argumentos que presenta el gobierno son valederos desde una óptica social, política y de orden público, no lo son tanto desde el punto de vista económico ni en términos de obtener un retorno social alto a futuro.

Obviamente estos subsidios a productos específicos no pueden eliminarse de tajo, pero sí debería pensarse en un mecanismo de transición hacia un esquema en donde los recursos terminen asignándose en inversiones que tengan un retorno social más alto,

Según el Ministerio de Agricultura, en 2004 el Gobierno entregó ayudas al sector agropecuario del orden de \$190.280 millones; para 2005 se tiene presupuestado que éstas se eleven a \$387.178 millones. Este incremento de más de 100%, pese a las dificultades fiscales del país, se debe, según palabras del ministro, al compromiso que el gobierno asumió con el campo.

recibieron subsidio al crédito por cuanto la tasa de mercado preferencial se mantuvo inferior a la tasa de Finagro (DTF+8). Por su parte, los pequeños productores recibieron subsidios que oscilaron entre 3.19% y 5.84% de los saldos.

El costo del financiamiento para el sector agropecuario es un tema polémico que tradicionalmente ha enfrentado a dirigentes gremiales, gobierno y sector financiero. Son varias las opciones que unos y otros proponen para ayudar a solucionar este problema; una que está de nuevo sobre la mesa es la del subsidio a la tasa de interés.

2) Adecuada política de tierras

El segundo frente tiene que ver con una política adecuada de tierras. Existe total consenso en que una condición necesaria para el desarrollo competi-

presentaban el 32.9% del total. Esto es, de los 3.396.505 predios rurales existentes estaban actualizados 1.115.864. Esta situación genera un gran desaprovechamiento del potencial tributario por parte de los municipios, ya que el avalúo catastral es la base gravable del impuesto predial. En síntesis, mayores recursos que el Estado puede invertir en desarrollo tecnológico, así como en un mejor aprovechamiento del uso de la tierra.

De igual manera la propuesta es continuar con el proceso de extinción de dominio de las tierras propiedad de los narcotraficantes, lo cual no debería implicar de ningún modo dejar de lado la promoción efectiva del mercado de tierras en el país.

3) Adecuada política de subsidios

El tercer frente tiene que ver con una adecuada política de subsidios.

como la investigación y la transferencia de tecnología. No puede desconocerse que cada vez se hace más evidente la necesidad de cambiar el esquema actual. Hay que pasar de incentivos genéricos que distorsionan el cálculo de rentabilidades a incentivos que golpeen realmente los costos que enfrentan los productores y les representen ganancias en competitividad a futuro, ya sea en forma de apoyo directo a la innovación o inversión en infraestructura.

4) Empresarización

El cuarto frente es la empresarización del sector. Esto implica, en parte, cambiar el concepto de asistencia técnica de uno puramente agronómico o productivo a uno de carácter empresarial, que contemple los conceptos de rentabilidad y viabilidad económica y financiera. La empresarización de las unidades productivas agropecuarias implica que estrategias como cubrirse del riesgo cambiario o climático, hacer estudios de mercado, seguir estrategias de comercialización, lograr generación de mayor valor agregado, proponer planes de negocios, etc., deben dejar de ser impensables para los productores agrícolas. En definitiva, esto implica que las fincas tienen que volverse unidades empresariales. En esta área el Gobierno ha avanzado a través de la creación de los Centros Provinciales de Gestión Agroempresarial.

Sin embargo, parece contradictorio esperar que los productores agropecuarios se vuelvan empresarios cuando el gobierno, a través de los subsidios que otorga, distorsiona muchas veces, como mencionamos atrás, los cálculos de rentabilidades, haciendo que los costos pasen a un segundo plano. En este orden de ideas, la empresarización del sector debe implicar que los productores agropecuarios sean capaces de ubicarse en una estructura

de costos óptima que les permita ser competitivos más allá de temas como una tasa de cambio favorable, coyunturas de precios internacionales altos, o subsidios y protecciones altas.

5) Apertura de nuevos mercados

El último frente es la apertura de nuevos mercados para nuestros productos. Este frente parece responder a las peticiones de los representantes del sector productivo que han señalado la importancia de complementar la política de oferta que ha liderado el gobierno con una de demanda (tanto interna como externa), con el fin de evitar problemas futuros de comercialización. Estos problemas ya han comenzado a evidenciarse en productos como el algodón, el maíz y el arroz, que ya empiezan a mostrar niveles de autosuficiencia, o en productos como el aceite de palma, el azúcar y el tabaco, que cada día tienen más excedentes exportables.

El Tratado de Libre Comercio con Estados Unidos es sin lugar a dudas la estrategia más importante en este frente, aunque no la única. No obstante los esfuerzos del gobierno, la negociación del tema agrícola está enredada y anda a marchas forzadas. Por esta razón, los beneficios para nuestros agricultores de la firma del TLC son todavía inciertos y dependerán en gran medida de la profundidad del mismo.

En este punto es importante tener en cuenta que la simple eliminación de aranceles no garantiza un mayor acceso a mercado. En la práctica algunos de nuestros productos ya en-

tran con cero arancel al mercado estadounidense, pero los productores no pueden sacar provecho de esta situación ya sea porque la cadena de producción y el mercadeo en Estados Unidos son muy concentrados o porque existen barreras sanitarias y fitosanitarias que impiden el acceso de nuestros productos. Esta realidad requiere estrategias adicionales al TLC para garantizar un acceso real de nuestros productos. Es por esta razón que la política de apertura de nuevos mercados también tiene que ver con el ordenamiento del tema sanitario y fitosanitario, la ley de alcohol carburante, la ley de biodiesel, la ley de competencia, etc.

IV. Algunas consideraciones sobre la Agenda Interna

En el proceso de integración con los mercados internacionales habrá perdedores y ganadores, los productores no competitivos requerirán tiem-

La empresarización del sector debe implicar que los productores agropecuarios sean capaces de ubicarse en una estructura de costos óptima que les permita ser competitivos más allá de temas como una tasa de cambio favorable, coyunturas de precios internacionales altos, o subsidios y protecciones altas.

po, ya sea para incrementar su productividad o para desplazarse a una actividad más competitiva. Es aquí cuando sale a relucir la importancia de contar con una Agenda Interna que complemente los tratados comerciales y sirva al propósito de mejorar la competitividad del aparato productivo y, de esta manera, permita

maximizar las oportunidades que trae consigo la integración comercial. Esto implica adecuar la infraestructura, el capital humano, las instituciones y las normas.

Teniendo en cuenta que los problemas fiscales en Colombia hacen muy difícil el aumento del gasto rural, se hace imperioso optimizar los recursos disponibles. ¿Qué significa esto? Significa que el Gobier-

Son varios los argumentos que permiten afirmar que la generación, difusión y adopción de tecnología debe ser uno de los ejes indiscutibles de la política sectorial: 1) diferentes estudios han encontrado que los principales problemas de competitividad de la agricultura colombiana están asociados con aspectos tecnológicos; 2) la experiencia internacional evidencia el gran retorno social que tiene para el sector agropecuario la inversión pública en este campo; 3) el cambio tecnológico en la agricultura colombiana se ha desacelerado (la sociedad colombiana ha fallado en aumentar la productividad total de factores, PTF).

Un trabajo reciente elaborado para el MADR, titulado «La agricultura colombiana frente al TLC con Estados Unidos», elabora un análisis comparativo de los costos de

producción entre Colombia y Estados Unidos, que arroja que los principales problemas de competitividad de la agricultura colombiana están asociados con aspectos tecnológicos. En la mayoría de productos que analiza el estudio la mano de obra es el rubro con mayor peso individual en los costos de producción, lo cual refleja la baja tecnificación de nuestra agricultura.

En la última década la agricultura de Brasil pasó de una producción de 73.7 a 119.5 millones de toneladas al año, es decir, creció 62%. Lo sorprendente de esto es que lo hizo con un crecimiento del área sembrada de sólo 3%. Además de esto, obtuvo significativos incrementos en la producción y exportación de otros importantes rubros agrícolas y pecuarios. Si se analizan cuáles fueron los factores que permitieron un desarrollo exitoso de la agricultura de ese país, resalta uno en particular: un gran esfuerzo por invertir en investigación agrícola. La

mayor parte del incremento en su producción agrícola se dio gracias a que lograron aprender a usar los suelos tropicales. Brasil aporta cerca de la mitad de los gastos totales que América Latina destina a investigación y desarrollo; no en vano el presupuesto anual de EMBRAPA, la Empresa Brasileña de Investigación Agropecuaria vinculada al Ministerio de la Agricultura, es de US\$244.4 millones. Es más, Brasil, Argentina y México concentran el 85% del gasto total. Brasil no es un caso aislado, la evidencia internacional señala la enorme rentabilidad social que se deriva de la inversión pública en investigación y desarrollo en el ámbito de la agricultura, con una tasa de rentabilidad social de aproximadamente 40% en nuestra región.

En el caso de nuestro país, que no cuenta con cuantiosos presupuestos, la parafiscalidad agropecuaria, instrumento de política sectorial destinado a consolidar la competitividad y sostenibilidad de los sectores favorecidos, ha tenido un aporte significativo en los temas de investigación, desarrollo tecnológico, sanidad vegetal y animal y transferencia de tecnología. Sin embargo, todavía hacen falta mayores esfuerzos. Los escasos recursos presupuestarios que se le asignan al sector deberían canalizarse prioritariamente en esta área. El problema es que claramente las cifras no reflejan que ésta sea una prioridad en la asignación presupuestal para el sector agropecuario. Los programas de desarrollo científico y tecnológico sólo representan el 12.5% del presupuesto total de inversión para el sector agropecuario de 2005 (cuadro 4).

Son muchos los frentes que Colombia debe atacar en materia de investigación. Tenemos que trabajar en el desarrollo de una tecnología apropiada para el trópico, lo cual requiere, entre otras, crear una política de largo

Los programas de desarrollo científico y tecnológico sólo representan el 12.5% del presupuesto total de inversión para el sector agropecuario de 2005.

no debe concentrarse en áreas claves que tengan retornos reales en términos de mejorar la eficiencia y reducir costos, es decir, de unos mayores niveles de productividad y competitividad del sector agrícola. En el largo plazo el sector agropecuario tiene que medirse con los mismos parámetros de eficiencia y productividad que los demás sectores de la economía.

En este orden de ideas, la inversión del gasto público rural debería girar en torno a dos ejes fundamentales: el desarrollo de una infraestructura productiva eficiente y el desarrollo de una política activa de investigación en ciencia y tecnología, ambos factores claves para la creación y fortalecimiento de ventajas comparativas. Obviamente son muchos más los frentes de batalla, pero escogimos estos dos por considerarlos de gran retorno en términos sociales y porque su efecto directo sobre la competitividad del sector agrícola marca la diferencia.

Cuadro 4
Presupuesto para el sector agropecuario según proyectos de inversión, 2005
(\$ millones)

	PGN inversión	Part. % dentro del PNG inversión	Otros recursos	Total	Part.% dentro del total
Esquemas asociativos y productivos para el desarrollo rural / apoyo gubernamental a la caficultura	172.760	43.9		172.760	7.8
Desarrollo científico y tecnológico	49.355	12.5		49.355	2.2
Acceso a factores productivos y financieros	125.819	31.9	1.835.000	1.960.819	88.0
Acceso a infraestructura rural y de vivienda	46.000	11.7		46.000	2.1
Total recursos del sector	393.934	100.0	1.835.000	2.228.934	100.0

Fuente: Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural.

plazo de tecnología tropical, así como el establecimiento de doctorados con investigación aplicada, etc.. Corpoica y el ICA deben transformarse. El ICA tiene que volverse una entidad más operativa, con mayor presencia y mayor cobertura temática, además, en el marco del TLC tiene un gran reto en el tema sanitario. Adicionalmente, se requiere construir una plataforma sólida de investigación en biotecnología y ahondar en el tema de propiedad intelectual.

De otro lado, el atraso que registra la infraestructura en el país también atenta contra el mejoramiento competitivo del agro colombiano. Los sobrecostos ocasionados por la deficiente red de transporte y de comunicaciones (estimados en US\$1.500 millones anuales), las dificultades causadas por la precaria prestación de servicios públicos en las zonas rurales y las pérdidas generadas por la falta de facilidades de almacenamiento y de refrigeración son, entre otros, impedimentos para el desempeño competitivo de la agricultura del país. Los avances alcanzados en este terreno han tratado de vincular a los centros de consumo con los mercados internacionales, más que integrarlos con las zonas productoras, lo que le otorga ventajas a los bienes

Los sobrecostos ocasionados por la deficiente red de transporte y de comunicaciones (estimados en US\$1.500 millones anuales), las dificultades causadas por la precaria prestación de servicios públicos en las zonas rurales y las pérdidas generadas por la falta de facilidades de almacenamiento y de refrigeración son, entre otros, impedimentos para el desempeño competitivo de la agricultura del país.

extranjeros sobre los nacionales incluso en los mercados domésticos. Llegar a los mercados internacionales es, para muchos productos agropecuarios, una verdadera proeza que conlleva elevados costos y desventajas.

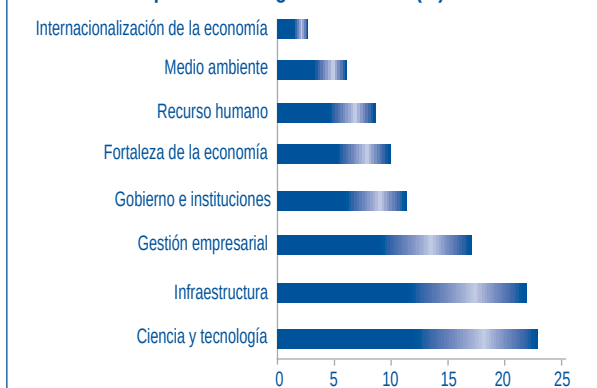
En el tema de infraestructura de caminos, puertos, comercialización

y almacenaje, es mucho lo que se puede decir. Una estrategia para lograr la racionalización de la infraestructura, y que permitiría reducir los costos de transporte, puede ser la integración de distintos medios de transporte. Según estadísticas de la Cámara Colombiana de Infraestructura, mientras en Europa el 60% del transporte es multimodal, en Colombia llega a tan sólo 1.25%. En la actualidad la mayor parte de la carga se transporta por vía terrestre, pero una tractomula sólo carga 60 toneladas frente a la mayor capacidad de carga de los sistemas fluvial y ferroviario que hoy no existen para el comercio. Por estas dos vías sólo se transporta el 5% de la carga nacional, siendo que son vías con costos mucho menores que los del transporte terrestre.

Otras debilidades están relacionadas con el desarrollo industrial lejos de los puertos, el acceso a puertos, la obsolescencia del parque automotor y una controvertida tabla de fletes que amarra la prestación del servicio.

El tema de la infraestructura es un tema que hay que repensar en muy corto tiempo, pues a pesar de los esfuerzos del gobierno para impulsar los proyectos existentes en materia de carreteras, puertos, ferrocarriles, recuperación de ríos para la navega-

Gráfico 2
Resultados regionales de la Agenda Interna:
priorización de necesidades de las apuestas
productivas agroindustriales (%)



Fuente: DNP.

ción y adecuación de aeropuertos, el atraso es enorme y requiere inversiones mucho más ambiciosas (las cuales podrían ascender a \$3 billones), que será necesario obtener muy seguramente del ajuste en otros sectores de la administración nacional, así como del crédito externo.

No puede desconocerse que el gobierno está trabajando en esta área. El túnel de La Línea, que hará menos traumática la ruta Bogotá-Buenaventura; la recuperación de la navegabilidad por el río Magdalena y el plan de expansión portuaria 2005-2006 se han convertido en proyectos prioritarios. Así mismo, el Gobierno espera cumplir con la pavimentación de 1.288 kilómetros a través de Invías y de Inco.

Los primeros resultados de las reuniones regionales realizadas para constituir la Agenda Interna indican que, no obstante las dificultades que ha tenido que enfrentar el sector en el proceso de negociación del TLC por la falta de respuestas de Estados Unidos, la principal apuesta productiva de Colombia es el agro (69% de las apuestas productivas de las agendas internas departamentales están en el rubro agroindustrial). Así mismo, estos resultados señalan a la ciencia y la tecnología y a la infraestructura como las

dos prioridades de la agroindustria. Las vías terrestres se perciben como la más grande deficiencia del país en el tema de infraestructura, mientras que en el área de ciencia y tecnología todos los ámbitos (gasto e inversión en investigación y desarrollo, gestión de la tecnología, etc.) son vistos como problemáticos. Hay que resaltar

que el sector agropecuario, dada su naturaleza, está siendo trabajado desde una óptica transversal.

V. Conclusiones

1. Es cierto que hay que tener en cuenta los aspectos político, social y de orden público, pero las decisiones también deben estar guiadas por la intuición económica. Si bien es importante el concepto de “ocupación lícita del territorio”, más importante sería hacerlo con una agricultura eficiente y económicamente rentable. Estos criterios no deberían anteponerse sino ir en el mismo sentido.

2. La teoría económica nos dice que hay dos elementos que determinan el éxito o fracaso de una actividad económica: los precios y los costos. Sin embargo, en el sector agrícola generalmente se olvida que el segundo existe y está constantemente preocupado por el primero. También se olvida frecuentemente que en una economía de mercado los precios se determinan exógenamente, por lo que la única variable sobre la que puede tenerse injerencia son los costos. Entonces los esfuerzos de política deben estar encaminados a que los productores

agropecuarios puedan ubicarse en una estructura de costos que sea competitiva a nivel internacional.

3. Hay un cierto consenso entre los productores agrícolas del país en torno a la idea de que producir en Colombia es sumamente costoso. En una economía globalizada sólo sobreviven los más competitivos y esto implica, entre otras, producir al menor costo posible. En este sentido lo que el agro colombiano requiere no son más subsidios individuales, sino que tanto el sector público como el privado enfilen esfuerzos para ponernos a tono con la realidad internacional. Esto incluye tasas de interés y de cambio competitivas, infraestructura adecuada, gasto en investigación y desarrollo, capacitación del recurso humano, entre otras.

4. Si bien el gobierno tiene una política activa para el sector agropecuario, es necesario evaluar la relevancia de ésta, principalmente en el tema de la protección. Primero, porque productos protegidos como el arroz no gozan de ventajas comparativas que sí tienen productos como las frutas y hortalizas, y segundo, porque está demostrado que lo que el país necesita son más ayudas de carácter transversal.

5. Los pocos recursos que el Gobierno Nacional tiene para favorecer a la agricultura deberían enfocarse en el tema de ciencia y tecnología, de forma que sirvan de contrapartida al esfuerzo que ha realizado el sector privado con la ayuda de los fondos parafiscales. El proporcionar a los agricultores los conocimientos necesarios para que ellos mismos puedan resolver sus problemas es la solución de mayor eficacia, de menor costo y de mayor perdurabilidad en el tiempo; es por esta razón que invertir en investigación y desarrollo se convierte en un factor fundamental para dinamizar el sector agropecuario colombiano. **INIF**

Sistema de indicadores líderes para Colombia:

Anif – Leading – Index (ALI)

Sergio Clavijo*
Paula García*
Jonathan Malagón*

Introducción

Corría el año de 1988, cuando el ministro de Hacienda y el gerente del Emisor de la época convocaron a un grupo de técnicos con la imperiosa tarea de implementar un sistema de captura de información del sector real y monetario que permitiera imaginar el comportamiento del PIB con tres o seis meses de antelación. Estaba en boga a nivel mundial el análisis de los “ciclos de referencia.” A partir de allí, se pretendía averiguar los “puntos de giro” y definir así la coyuntura económica.

El resultado técnico de ese experimento fue exitoso y el gobierno Barco pasó a contar con un sistema de “indicadores líderes” que servía para leer los posibles giros de la economía colombiana. Aunque imperfecta, dicha herramienta resultó útil y, de hecho, fue más empleada por los centros académicos que por el sector público. Así, lo que era un éxito técnico público se convirtió en un desperdicio de recursos debido a la falta de seguimiento operativo.

La necesidad de rescatar las técnicas de “indicadores líderes” se ha vuelto ahora más sentida debido a la tardanza del Dane en publicar las cifras del PIB. Cabe reconocer, empero, que la calidad de dichas cifras se ha ido depurando al cotejar mejor el cierre sectorial con el de la demanda agregada. Sin embargo, resta mucho por llevar a cabo y Anif hace eco de algunas propuestas que apuntan en la dirección de una urgente reforma de dicho organismo, para mejorar su capacidad operativa e independencia presupuestal.

Es en este contexto que Anif ha venido desarrollando en los últimos meses una metodología sencilla y, al mismo tiempo, con gran potencial práctico que debería permitirnos hacer mejores lecturas de una serie de indicadores de actividad económica real, monetaria y cambiaria. El objetivo es lograr “traducir” estas cifras en “indicadores de alerta anticipada” sobre lo que puede llegar a ocurrir con el PIB colombiano en los próximos tres meses.

I. Indicadores e índices líderes: definición y alcance

Una variable es considerada un indicador líder (o de alerta anticipada) si predice los cambios en el producto real y su factor de liderazgo se mantiene relativamente estable en el tiempo.¹ Ejemplos de indicadores líderes son la demanda de energía, el cobro de seguros por desempleo o los despachos de cemento.

Dependiendo de las particularidades de cada economía, algunas variables resultan ser mejores predictores de la actividad económica que otras. De igual manera, es posible

* Director e investigadores de Anif, respectivamente. E-mail: jmalagon@anif.com.co. Una versión resumida de este artículo circuló en el Informe Semanal de Anif N° 792.

¹ Tomamos por factor de liderazgo el “rezago óptimo” de cada serie en relación al PIB; es decir, el número de períodos que debe retrasarse la variable para que su relación con el Producto sea máxima. Para la determinación de tal rezago es posible usar Polinomios de Almon ó Coeficientes de Correlación de Pearson.

que un mismo indicador presente distintos “rezagos óptimos” frente al producto de diversos países, por lo cual no es de extrañar que los indicadores líderes varíen según la estructura productiva y crediticia de cada economía.

Un “índice líder compuesto” se construye a partir de un grupo de indicadores de alerta anticipada con

por ejemplo, se consolidó el método de “series de tiempo” como uno de los más adecuados para pronosticar el crecimiento económico. Además de superar los inconvenientes que se presentaban ante la posible existencia de regresores estocásticos, la autocorrelación dejó de ser un “problema” para convertirse en la virtud de este método, pues la misma infor-

mación de cada serie constituía un poderoso instrumento de predicción. Durante los años 1950-1960 se pensó que este enfoque iría en detrimento de los análisis más estructurales, pero durante los años 1970-1980 se hicieron interesantes pro-

gresos mezclando este enfoque de “series de tiempo” con modelos teóricos de tipo estructural, dando origen al llamado *blending* que tanto impulsaron Zellner y Palm (1974). Si bien se dieron importantes sofisticaciones en este campo, vinculando estacionalidades y modelos cada vez más complejos, los pronósticos de corto plazo más confiables continuaron siendo los autorregresivos, cuya “memoria corta” capturaba de mejor forma las variaciones inmediatas que presentaba el PIB. Sin embargo, y pese a los continuos refinamientos en las técnicas de modelaje, la confiabilidad de las mismas sucumbía ante los puntos de inflexión, dado que si bien podían anticipar desaceleraciones, pocas veces determinaban con precisión el cambio de tendencia del ciclo económico.

De forma paralela se venía trabajando en otro esquema predictivo, el de los indicadores líderes. El impulso a este enfoque provino precisamente de las bondades que mostraba a la

hora de capturar los puntos de giro (*turning points*), lo cual vino a suplir las deficiencias del enfoque de “series de tiempo”. Una de las metodologías pioneras y más utilizadas en la actualidad es la de la Conference Board (CB). Fue Alan Auerbach quien, en 1982, presentó por primera vez un desarrollo estructurado sobre la posibilidad de anticipar el comportamiento de la economía a través de algunas variables que reaccionaran en forma previa. El aporte teórico inicial lo habían hecho Burns y Mitchell (1946) para el NBER, casi cuarenta años atrás, pero ahora se contaba con un método operativo. Así, la CB se convirtió, desde principios de los años noventa, en el principal centro de investigaciones que con regularidad publica estudios basados en indicadores líderes.

Esta metodología aún conserva vigencia, arrojando resultados mensuales que generan gran expectativa entre los analistas económicos y al interior de los mercados financieros. La CB actualmente publica pronósticos para nueve economías: Estados Unidos, Australia, Inglaterra, España, México, Corea, Japón, Alemania y Francia.

Con una metodología similar, el NBER y la OECD manejan indicadores líderes para varios países. La gran diferencia respecto a la CB es que estas otras metodologías persiguen la construcción de “un ciclo de referencia”, sobre el cual se aplicaría la lectura de los índices líderes. La metodología estándar del NBER agrega los indicadores líderes mediante un promedio no ponderado de sus series normalizadas, tal cual lo hace la CB. En cambio, la OECD trabaja bajo el supuesto de que la tendencia de la economía no obedece a una forma funcional determinada (lo que sí está implícito en el “ciclo de referencia” del NBER). En este caso, es la agregación de “tendencias segmentadas” lo que da lu-

Un “índice líder compuesto” se construye a partir de un grupo de indicadores de alerta anticipada con igual factor de liderazgo y su conjunto debe ayudar a predecir los movimientos del sector productivo como un todo.

igual factor de liderazgo y su conjunto debe ayudar a predecir los movimientos del sector productivo como un todo. La construcción de índices compuestos representa una ventaja en relación al seguimiento de indicadores líderes por separado, dado que dirime las señales encontradas que algunos de estos últimos puedan emitir individualmente. La idea consiste entonces en modelar el comportamiento de una variable no observable, que recoge a todas las demás, con el propósito de averiguar el estado de la economía en el período $t+n$ (donde n es el factor de liderazgo).

II. Antecedentes y metodologías

La forma de anticipar el comportamiento de la economía ha evolucionado de la mano con las mejoras en las herramientas de análisis estadístico, donde se tiene (al menos en teoría) una creciente disponibilidad de series y datos. Hace medio siglo,

gar a obtener el promedio de las “tendencias de fase”, construidas con estadísticas descriptivas e imposición de los puntos de giro.

Otra incursión exitosa ha sido la del Instituto de Investigaciones sobre Ciclos Económicos (ECRI), el cual ha identificado puntos de inflexión en el comportamiento de la economía de Estados Unidos. ECRI parece ser más cuidadoso que la CB a la hora de escoger consistentemente el rezago óptimo de las variables. Adicionalmente, ECRI le apunta a obtener comportamientos anticipados a seis meses vista, en vez de los trimestrales que maneja la CB. Apparently, esto minimiza las correcciones que, en el caso de la CB, son recurrentes y de magnitudes relativamente elevadas.

En el país no se ha establecido aún un uso regular y sistemático de los “índices líderes” para contrabalancear la falta de información oportuna sobre el desempeño del PIB. Dada la necesidad de contar con una herramienta predictiva de este tipo para la economía colombiana, Anif presenta su propio “índice líder compuesto”, el cual denominaremos ALI: *Anif-Leading Index*.

Existen otras técnicas estadísticas modernas que ayudan a modelar el ciclo de referencia de las economías. La metodología más usada en este sentido es la de Stock y Watson (1989), que separa el componente idiosincrásico de cada serie para luego explicar la variación conjunta de todas ellas. El uso de los filtros de Kalman tiene gran espacio en estas metodologías.

Unas técnicas alternativas son el uso de análisis factorial y de componentes principales para explicar las covarianzas o las correlaciones en-

tre los indicadores líderes. Si se persigue una estimación lineal, las regresiones por MCO (Mínimos Cuadrados Ordinarios) o MCG (Mínimos Cuadrados Generalizados) no serían tan apropiadas como las regresiones Ridge, en las cuales los estimadores, aunque insesgados, ganan potencia a la vez que corrigen multicolinealidad.

En América Latina uno de los casos más exitosos se presentó en Argentina, cuando Juan M. Jorrat (2001), de la Universidad Nacional de Tucumán y bajo el amparo metodológico del NBER, pronosticó a la altura de noviembre de 2001 que la crisis de dicho país se acentuaría. La contracción final del Producto fue de -11% en 2002. Cuán útil hubiera sido contar con ese tipo de herramienta predictiva en Colombia por allá en agosto de 1998, cuando la anunciada desaceleración se tornó meses más tarde, ya para 1999, en una profunda contracción del Producto de -4%.

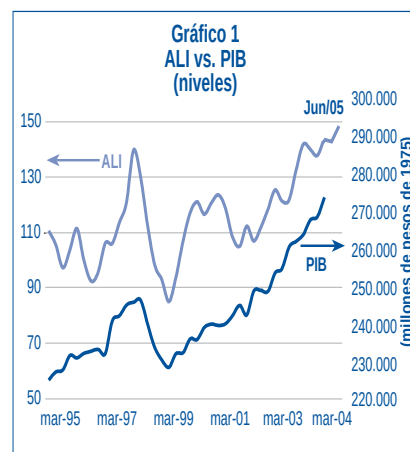
En el período poscrisis se han hecho inten-

tos por retomar el tema en Colombia, aunque ha faltado (nuevamente) perseverancia. El Banco de la República lo hizo en 1996, cuando se trabajaron estimativos para el PIB industrial, y en 2001 se avanzó en la construcción de un índice de actividad coincidente basado en una modificación de la metodología Stock y Watson. Casi en paralelo, el DNP llegó a construir un par de “índices líderes” con resultados bastante aceptables, mientras que el Ministerio de Hacienda adelantó estimaciones siguiendo la metodología de la OECD. Sin embargo, en el

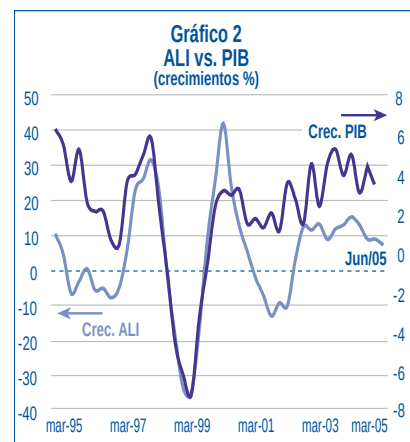
país no se ha establecido aún un uso regular y sistemático de los “índices líderes” para contrabalancear la falta de información oportuna sobre el desempeño del PIB.

III. ALI: *Anif – Leading - Index*

Teniendo en cuenta la necesidad de contar con una herramienta predictiva de este tipo para la economía colombiana, Anif presenta una modificación a la exitosa metodología de la Conference Board, construyendo su propio “índice líder compuesto”, el cual denominaremos ALI: *Anif-Leading Index* (ver gráficos 1 y 2).



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



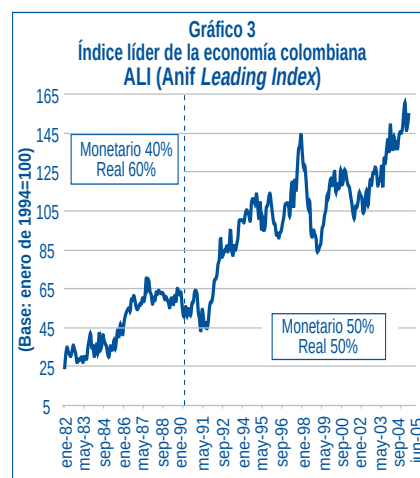
Fuente: Banco de la República, DNP y cálculos Anif.

Al igual que ocurre con los comunicados de prensa que emiten los bancos centrales sobre sus decisiones de tasas de interés de referencia, los anuncios de la CB o la ECRI sobre sus “indicadores líderes” intentan ser descifrados por los analistas internacionales, quienes escudriñan cada adjetivo con sumo esmero. Anif tratará de mantener el rigor que aplica la CB cuando realice sus anuncios trimestrales sobre el desempeño de ALI y lo que esto puede implicar para el PIB real de Colombia. Por el momento lo iremos poniendo en forma confrontándolo con diversos pronósticos durante el segundo semestre de 2005. Aspiramos a que ALI pronto encuentre su forma para estar a la altura de las duras peleas que tendrá que enfrentar en sus futuros ejercicios de pronóstico. Nuestra meta de mediano plazo es que ALI pueda llegar a replicar los éxitos que ya han cosechado la CB y el ECRI en los cuadriláteros del mundo desarrollado.

Descripción

ALI está diseñado a partir de doce indicadores líderes que anticipan a un trimestre vista el comportamiento del PIB real de la economía colombiana (cuadro 1). Debe mencionarse que aunque se alcanzaron a considerar para el análisis otras variables económicas que a primera vista parecían tener un buen poder predictivo, no se pudieron utilizar dada la restricción en la disponibilidad de la serie histórica.

A diferencia de la CB, las variables incluidas en ALI tendrán ponderaciones variables debido al quiebre estructural que detectamos a la altura del año 1990 (gráfico 3). En particular, cabe destacar que a partir de esa fecha los indicadores monetarios recibirán una mayor ponderación. Esto va en línea con la consolidación del esquema de “inflación objetivo” iniciado en 1994-1995, pulido entre 1996-1999 y finalmente oficializado en octubre de 2000.²



Fuente: cálculos Anif.

Metodología e interpretación

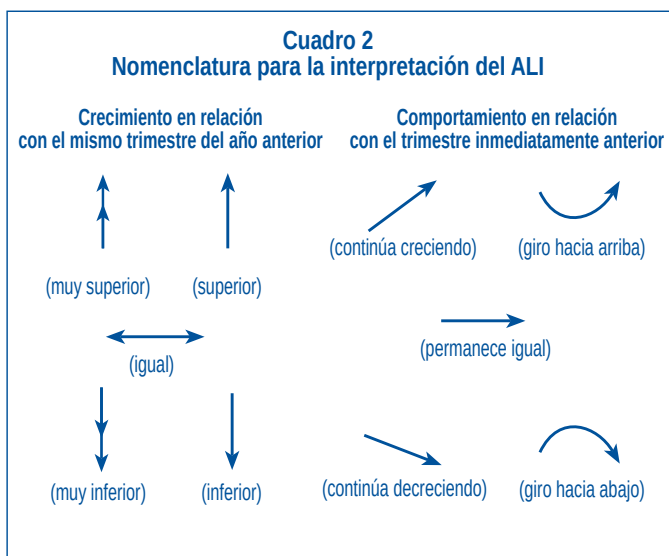
Para entender la utilización del ALI bastará con señalar: 1) se trata de un índice estandarizado que se expresa en función de un año base (enero 1994 = 100); 2) carece de cardinalidad y, por lo tanto, no se pueden extrapolar uno a uno sus movimientos al pronosticar el PIB real; 3) se utiliza para decidir si se mantiene la tendencia de crecimiento respecto a trimestres anteriores o si se anuncia un punto de giro hacia arriba o hacia abajo. En el anexo 1 se proveen más detalles metodológicos.

Anif ha diseñado una nomenclatura sencilla para facilitar la lectura de este indicador, así: 1) las variaciones anuales fuertes se marcarán con una flecha doble y las variaciones débiles con una flecha sencilla; 2) los puntos de giro se representarán con señales en “U” y el mantenimiento en la tendencia mediante flechas diagonales (cuadros 2, 3 y 4).

Cuadro 1 Desempeño de los “indicadores líderes” en el I trimestre de 2005* (pronóstico para el II trimestre de 2005)					
	Variables	Muy bueno	Bueno	Regular	Malo
Sector real (50%)	1 Demanda energía		✓		
	2 ITCR				✓
	3 Existencias				✓
	4 Pedidos				✓
	5 Cap. instalada vs. demanda				✓
	6 IPP		✓		
	7 Importaciones de bienes de capital	✓			
	8 Exportaciones	✓			
	9 Despachos de cemento	✓			
Sector monetario (50%)	10 DTF	✓			
	11 M3	✓			
	12 Total cartera	✓			

* Análisis de difusión: el 66% de las variables presenta aportes positivos a la economía frente a 75% un año atrás. Sin embargo, tales contribuciones son superiores en magnitud a las presentadas en el mismo trimestre del año anterior. Las categorías se corrigen para cada variable según se afecte positiva o negativamente a la economía. El criterio para determinarlas es la variación anual de los indicadores: muy bueno (mayor a 5%), bueno (entre 2.5% y 5%), moderado (positivo menor a 2.5%) y malo (negativo).

² Mayores detalles en S. Clavijo (2002) “Política monetaria y cambiaria en Colombia: progresos y desafíos (1991-2002)”, *Ensayos sobre política económica*, (No. 41-42, junio-diciembre).



Cuadro 3
Pronóstico para II trimestre de 2005

Tipo de análisis	Resultado
Niveles	↑ ↘
Crecimiento	↓
Difusión	↔
Resultado final	↓* ↘**

* Se espera un crecimiento ligeramente inferior al presentado en el II trimestre de 2004 (5%).

** Dado que el I trimestre se mantuvo estancado en relación con el IV trim./04 (crecimiento =0.1%), se espera un giro hacia arriba en la tendencia para el II trim. de 2005. Fuente: cálculos Anif.

Cuadro 4
Metodología para pronóstico a partir de ALI

1. Análisis de niveles: primero, se establece la *tendencia* comparando los niveles del índice frente a los dos trimestres inmediatamente anteriores. Si ALI varía en la misma dirección, se concluye que “se mantiene la tendencia”; en caso contrario se anuncia que se presenta “un punto de giro” y se utilizan las “U”. Segundo, se analiza el nivel del índice frente al del mismo trimestre del año anterior. Si es fuerte, se marca con doble flecha; si es leve, con flecha sencilla, y si es cercano al vigente, con flecha horizontal.

2. Análisis de crecimientos: ahora se compara directamente el crecimiento anual de ALI (no sus niveles) con el trimestre del año anterior. Aquí también se concluye algún tipo de flecha.

3. Análisis de difusión: se establece cuántos indicadores se encuentran al alza y qué tan fuerte es su crecimiento. Anif estilizó la medida de difusión de la CB al incluir más categorías de análisis. Este índice de difusión nos permitirá “arbitrar” entre indicadores que puedan estar dando señales encontradas.

4. Conclusión: la primera parte del paso 1 nos permite establecer la tendencia y el resto nos ayuda a concluir sobre el crecimiento. En ocasiones, es posible que la suma de estas señales sea difícil de agregar. Sin embargo, ALI presenta una correlación de 0.965 con el PIB-real durante el período de análisis que escogimos (1982-2004).

Pronóstico II trimestre de 2005

En esta ocasión el mensaje de Anif es el siguiente: a marzo de 2005, el conjunto de los indicadores líderes contruidos por Anif para la economía colombiana, resumidos en ALI, nos indica que cabe esperar una ligera desaceleración del PIB real durante el segundo trimestre de 2005 respecto al crecimiento de 5% observado entre abril-junio de 2004. Al utilizar los análisis de difusión de ALI y otra serie de información complementaria, Anif pronostica que cabe esperar un crecimiento del PIB real en el rango 4.5% a 5.0% anual durante el segundo trimestre de 2005.

Al interior de ALI, ocho de las doce variables (el 66%) registraron variaciones positivas durante el período enero-marzo de 2005. Esto nos permite anticipar un buen desempeño de la economía en el segundo trimestre del año. Entre las variables que más crecieron respecto al año anterior cabe destacar las importaciones de bienes de capital, las exportaciones totales, los despachos de cemento, la demanda de energía y la cartera financiera total. De consolidarse este pronóstico, Anif ratifica que la economía colombiana continuará bajo la senda de un crecimiento cercano al 4% para el año 2005 como un todo. Este crecimiento, si bien es satisfactorio en el contexto de la recuperación de Colombia durante el período 2003-2005, es a todas luces insuficiente para enfrentar las continuas presiones del desempleo y el deterioro de las finanzas públicas a nivel estructural.

Anexo

Construcción de Indicadores Líderes

El índice líder de Anif, ALI, está diseñado a partir de doce indicadores líderes que anticipan el comportamiento de la economía en un trimestre. A diferencia de la CB, al interior del ALI las variables exhiben distintas ponderaciones (r_i), las cuales varían antes y después de 1990, dándole recientemente un mayor peso a los indicadores de tipo monetario. Con lo anterior se pretende capturar el creciente papel que como mecanismo de transmisión de las señales económicas tienen las variables monetarias, aunque, en ningún momento, el peso de las mismas en conjunto supera a las del mundo real.

El principal inconveniente para agregar las variables mediante un promedio ponderado es la armonización de sus volatilidades. Se hace entonces necesaria la vinculación de un componente adicional, al cual llamaremos factor de estandarización (r_i), el cual

permitirá desvincular del índice compuesto los ruidos ocasionados por las variaciones propias de cada indicador líder. El procedimiento resulta bastante sencillo:

Sea $w_i = 1/d_i$ donde d_i es la desviación estándar del indicador líder i .

$$\text{Sea } \sum_{i=1}^n w_i = k$$

Se define el factor de estandarización r_i como

$$r_i = w_i / k$$

Al producirse la sumatoria entre los componentes (indicadores) i , el agregado de las variaciones dependerá sólo de t . Así las cosas, el índice para un momento de tiempo t vendría dado por:³

$$i_t = \sum_{i=1}^n \alpha_i (r_i * x_{i,t})$$

Finalmente, el resultado del índice es llevado a un período base, para nuestro caso, enero de 1994 = 100. El índice líder de Anif, una vez convertido a promedios trimestrales, presenta una correlación de 0.965 con el PIB adelantado un trimestre, lo cual resulta ser bastante alentador si se tiene en cuenta que el exitoso LEI (*Leading Economics Index*) del Conference Board para la economía de Estados Unidos presenta una correlación de 0.79 con el Producto.

³ Una diferencia adicional en relación a la CB radica en que el índice de Anif está construido a partir de indicadores en niveles, no en variaciones. De tal forma, son los cambios en el ALI (no sus valores puntuales) los que capturan el pronóstico del crecimiento del PIB.

Cuadro 5
Ponderación de los indicadores líderes

Variable	α_i antes de 1990	α_i después de 1990
1 Demanda de energía	0.067	0.056
2 Existencias	0.067	0.056
3 Pedidos	0.067	0.056
4 ITCR	0.067	0.056
5 IPP	0.067	0.056
6 Capacidad instalada vs. demanda	0.067	0.056
7 Despachos de cemento	0.067	0.056
8 Importaciones de bienes de capital	0.067	0.056
9 Exportaciones	0.067	0.056
10 M3	0.133	0.167
11 DTF	0.133	0.167
12 Total de cartera	0.133	0.167

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Auerbach, A. (1982), "The Index of Leading Indicators: Measurements without Theory", *Review of Economic and Statistics*, 1982.
- Castro, C. (2001), "Yet another Lagging, Coincident and Leading Index for the Colombian Economy", No. 233, Archivos de Economía, DNP.
- Clavijo, S. (2002), "Política monetaria y cambiaria en Colombia: progresos y desafíos (1991-2002)", *Ensayos sobre política económica*, No. 41-42, Banco de la República, junio-diciembre.
- Informe Semanal Anif N° 792 (2005), "Indicadores líderes y pronósticos de crecimiento para Colombia: ALI vs. ciclos económicos", julio 15 de 2005.
- Jorrat, J. M. (2001), "La coyuntura económica en Argentina: ¿más recesión o posible recuperación?", mimeo, Universidad Nacional de Tucumán e IEA – Fundación Banco Empresario de Tucumán.
- Kasriel, P. y Bangalore, A. (2005), "Is The Fed Bent On Inducing A 2006 Recession?", Economics Research Department, The Northern Trust Company. Disponible en http://www.gold-eagle.com/editorials_05/kasriel072005.html
- Maurer, M., Uribe, M. y Birchenall, J. (1996), "El sistema de indicadores líderes para Colombia", Archivos de Macroeconomía, No. 49, DNP.
- Melo, L., Nieto, F., Posada, C. E. y otros. (2002), "Un índice coincidente para la actividad económica de Colombia", *Ensayos sobre política económica*, No. 40, Banco de la República.
- Revista *The Economist* (2005), "Leading Economic Indicators: Divining the Future", edición del 13 de enero de 2005.
- Ripoll M., Misas M., López E. (1995), "Una descripción del ciclo industrial en Colombia", Borradores semanales de Economía, No. 33, Banco de la República, Bogotá.
- Stock, J. y Watson, M. (1989), "New Indexes of Coincident and Leading Indicators", *NBER, Macroeconomic Annuals*.
- Zellner, A. y Palm, F. (1974), «Time Series Analysis and Simultaneous Equation Econometric Models», *Journal of Econometrics*, 2. 

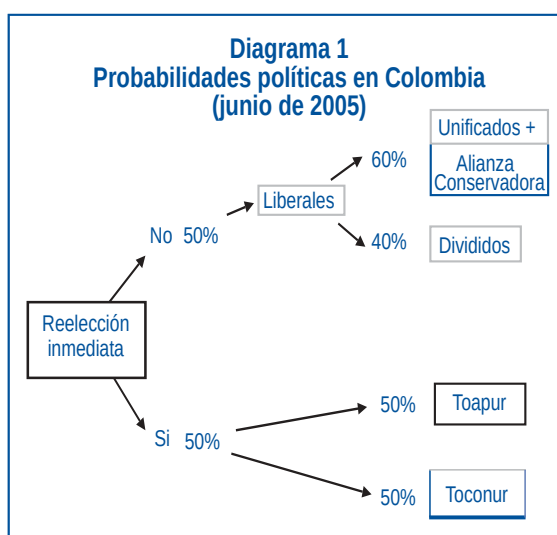
PUBLICIDAD

Análisis político y diagnóstico macroeconómico:

La contienda electoral colombiana*

Fue muy popular en los años sesenta discutir si los análisis políticos debían hacerse explícitos al momento de adelantar diagnósticos macroeconómicos. Uno de los debates más publicitados ocurrió entre las escuelas de Cambridge (Nueva Inglaterra vs. Gran Bretaña). Además de la conocida “polémica del capital”, este debate incluyó el tema de la visión “instrumental” del análisis económico. Esta visión postulaba que las teorías micro-macro-estadísticas no eran sino “herramientas” de análisis y que ellas podrían ser utilizadas por todas las tendencias políticas, con igual “asepsia”, para encontrar las recomendaciones de política económica más adecuadas para cada caso.

Diversos historiadores de los años sesenta trataron de quitarle el elemento ideológico al uso de “la caja de herramientas”, desarrollando las interesantes ideas del economista alemán Karl Schumpeter. Se trataba de contrarrestar la visión altamente po-



Fuente: Anif.

lítica que habían dejado los análisis económicos marxistas de los años cuarenta y cincuenta, incluyendo las conocidas deformaciones leninistas-maoistas. Esta politización del análisis económico tan sólo pudo ser superada, desde la otra orilla del comunismo, por unos pocos académicos de la talla de Kondratieff, Leontief y Lange. Quien más alertó sobre los peligros de la politización del análisis econó-

mico en esa época fue el austriaco Hayek.

Este debate sobre “asepsia” analítica fue nuevamente transportado hacia las multilaterales a principios de los años noventa. Primero bajo la forma del llamado Consenso de Washington y después permeó inclusive las actividades internas del FMI y del Banco Mundial. Por ejemplo, en 1996 el Banco Mundial llegó a la conclusión de que era imprescindible abordar los temas políticos, pues buena parte de sus propuestas tecnocráticas sólo tendrían probabilidades de éxito si se entendía previamente

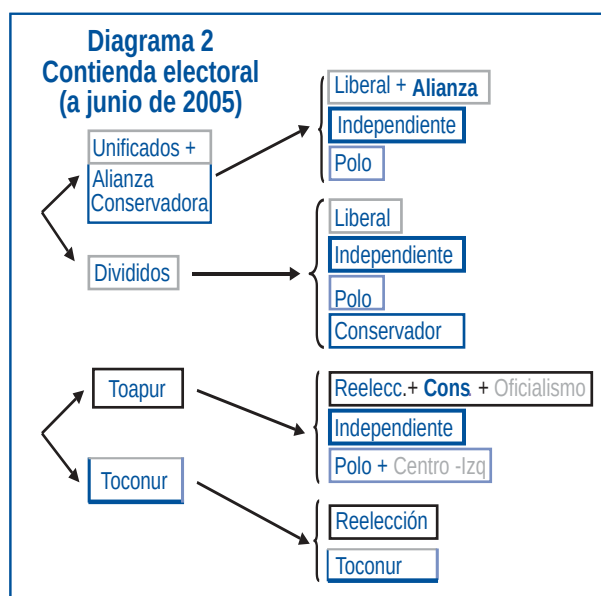
el ambiente social y político en que éstas debían implementarse. Dicho de otra manera, el “uso de la caja de herramientas” terminaba supeditado al arreglo de las fuerzas políticas y a la conformación de los partidos. La voluntad de uso de esa “caja de herra-

* Artículo con base en el Informe Semanal de Anif N° 788 de junio 27 de 2005.

mientas” encerraba ante todo una decisión política, inclusive si resultaba cierto que era posible aplicar “asepsia” en el diagnóstico técnico.

Esta dualidad entre el análisis técnico y los determinantes políticos de querer o no aplicar buena voluntad para el desarrollo social hoy se nos vuelve a plantear. A nivel internacional, por ejemplo, la llegada del señor Wolfowitz a la Presidencia del Banco Mundial ha sembrado todo tipo de interrogantes sobre el curso que habrán de tomar las estrategias de desarrollo en el caso de los países más pobres, precisamente tras su liderazgo en la guerra contra Irak desde el Ministerio de Defensa de Estados Unidos.

A nivel local, la sociedad colombiana enfrenta cambios institucionales y políticos de envergadura con la aprobación, por parte del Congreso de la República, de una reforma constitucional que permitiría la reelección presidencial inmediata, incluyendo la de la actual administración Uribe. La Corte Constitucional ha iniciado el proceso de estudio sobre la exequibilidad de esta reforma y se estará pronunciando antes del 15 de noviembre de 2005. Entretanto, el país ya conoció el dictamen del Procurador, en el cual conceptuó que habían ocurrido diversas fallas de procedimientos, razón por la cual le solicitó a la Corte Constitucional declarar inexecutable dicha reforma. Aunque su concepto no es obligante para la Corte, esta recomendación de inexecutable le ha incrementado la incertidumbre a todo este proceso. Siguiendo los lineamientos del Fallo C-551/03, la Corte ha anunciado que no se estará limitando a pronunciamientos simplemente formales, sino que entrará a analizar,



Fuente: Anif.

por ejemplo, en qué medida el llamado Estado Social de Derecho representa o no limitaciones para la aplicación inmediata y/o permanente de dicha reforma. Durante el mes de agosto se han ido conociendo también los conceptos de algunos magistrados al radicar sus ponencias y allí también se han evidenciado divergencias sobre este tema de la reelección. Adicionalmente, el Procurador objetó la ley que reglamentaba el nuevo proceso electoral.

Los mercados financieros, especialmente los internacionales, están haciendo un seguimiento detallado de esta discusión institucional. Se percibe que ellos han tomado una actitud prudente de “sentarse de forma apretada” a contemplar el desenvolvimiento de este complejo proceso democrático, que, afortunadamente, está lleno de “balances y contrapesos” institucionales en el caso de Colombia. Cada cual hace su balance de lo que representaron procesos similares en la Argentina de Menem, el Brasil de Cardoso, el Perú de Fujimori o, más recientemente, la Venezuela de Chávez. Otros analistas políticos han traído a

colación lo que significaría una hipotética reforma constitucional de G.W. Bush para ir por un tercer período o lo que significó que, de hecho, esto hubiera ocurrido con los repetidos mandatos de Roosevelt (entre 1932 y 1945), ¡quien falleció al iniciar su cuarto período!

En fin, no nos cabe la menor duda de que, en la coyuntura actual, los mercados nacionales e internacionales están ávidos de diagnósticos económicos que logren capturar la delicada coyuntura política, tan relevante para el devenir colombiano del período 2006-2010. Con este propósito, Anif ha venido de-

sarrollando un sencillo pero poderoso “árbol de probabilidades electorales”.

El resultado de este primer ejercicio lo ilustramos en el diagrama 1, donde se observa que la primera decisión tiene que ver con el pronunciamiento de la Corte sobre la posibilidad de aplicación inmediata de la reelección. Mucho se ha especulado sobre si ésta sería una decisión por mínima diferencia (5 contra 4), pero, la verdad, resulta complejo considerar este resultado. Por esta razón en Anif, por el momento, “tomaremos las de Villadiego” y asignaremos igual probabilidad (50%-50%) a este evento de aplicación inmediata de la reelección.

Esto nos deja con dos ramas probabilísticas. La que mostramos en la parte superior del diagrama 1, en la cual no cabría la reelección inmediata y, por lo tanto, buena parte de los hechos dependería de la estrategia que adopte el partido liberal (con sus mayorías, aunque estén fragmentadas, y estando aún pendiente por decidir su candidato). El partido liberal podría ir relativamente unificado (en alianza con una facción importante de los conservadores y de otros sectores), a

lo cual le asignamos una probabilidad del 60%, tomando en consideración el resultado de la dirección única del partido liberal lograda en su reciente convención; sin embargo, la crisis de agosto sobre la fecha de las “primarias” liberales, decididas ahora para marzo de 2006, ha hecho todo más difícil para ese partido. Por el contrario, dicho partido podría ir claramente dividido, a lo cual le asignamos una probabilidad del 40%.

La otra rama probabilística aparece en la parte inferior del diagrama 1, donde sí se permitiría la reelección inmediata. Allí hemos pronosticado una alta polarización. Para simplificar, caracterizaremos dicha polarización en dos grandes escenarios, uno de formación de un bloque mayoritario de “todos apoyan a Uribe” (Toapur) y otro escenario de “todos contra Uribe” (Toconur), a los cuales, por el momento, les asignamos igual probabilidad (50%-50%).

De acuerdo con este diseño, enfrentamos ahora la contienda electoral, cuyas probabilidades hemos calibrado con base en los resultados de la Gran Encuesta Nacional divulgada a finales de junio y ratificada por encuestas posteriores. Bajo el escenario de no reelección y de relativa unión alrededor del partido liberal, creemos que dicha alianza tiene una probabilidad del 70% de derrotar a los independientes o a la alianza de centro-izquierda que ha organizado el Polo Democrático (diagrama 2). Pero si los liberales llegarán divididos, entonces dicha probabilidad se reduciría al 40%, sencillamente porque la alianza conservadora entraría a restarle votos.

Bajo el otro escenario de sí reelección y configuración de un bloque Toapur, estimamos que la probabilidad de continui-

dad de la administración Uribe sería tan alta como del 75% y con un eventual triunfo en primera vuelta. De otra parte, podría configurarse en cambio el Toconur, donde se enfrentaría un bloque relativamente unificado antirreelección contra aquellos que apoyarían a la actual administración. En este escenario de elevada polaridad, creemos que la probabilidad de reelección caería a 55%, pero todavía con una probabilidad de triunfo en segunda vuelta.

La economía política resulta ser un ingrediente fundamental para entender la política económica que se aplicará en el futuro inmediato en Colombia.

Cuadro 1
Probabilidades electorales acumuladas
(a junio de 2005)

Reelección	32.5%
Liberal	29.0%
Independiente	15.75%
Toconur	11.25%
Polo	9.5%
Conservador	2.0%

Fuente: Anif.

Ahora bien, como los arreglos intra e interpartidistas son tan cambiantes y difíciles de cuantificar, en realidad nuestro modelo probabilístico pone el énfasis en los resultados acumulados de todos los escenarios antes descritos. Estos resultados acumulados se reseñan en el cuadro 1. Allí se observa que, otorgándole igual probabilidad al fallo de la Corte sobre posibilidades de reelección inmediata y poniendo al partido liberal como el pivote de las posibles alianzas, se tiene que la probabilidad acumulada de la reelección inmediata es de 32.5%. Este escenario viene secundado por el de llegar a elegir un candidato designado por el partido liberal en marzo de 2006, donde la probabilidad acumulada de éxito es del 29%. Por último, vemos que las probabilidades de candidatos independientes o de alianzas tipo Toconur son, en realidad, tan bajas como del 11% al 15%.

Con este tipo de análisis, Anif espera contribuir a mejorar los diagnósticos macroeconómicos que, indudablemente, continuarán estando permeados por las realidades políticas, independientemente de cuán “asépticos” sean nuestros modelos económicos. Nuevamente, la economía política resulta ser un ingrediente fundamental para entender la política económica que se aplicará en el futuro inmediato en Colombia.

Hemos visto que, bajo el escenario actual, las mayores probabilidades acumuladas indican que hacia el período 2007-2008 el país podría estar profundizando la agenda de ordenamiento fiscal y de reformas estructurales que se traía. El segundo escenario más probable sería el de una agenda de tipo socialdemócrata, tal como lo aprobó recientemente la convención liberal, y cuyas especificidades aún están por definirse. **ANIF**

¿Qué nos quiso decir Wall Street y qué queremos escuchar?

El pasado 14 de julio, Anif-Fedesarrollo organizaron su noveno encuentro, en asocio con el Consejo de las Américas. La característica más notoria de este foro, además de la copiosa asistencia, fue que los analistas de los mercados emergentes (JP Morgan, HSBC, Deutsche-Bank) hablaron más directamente que en el pasado, sin tapujos, sobre cómo veían a Colombia dentro del contexto latinoamericano.

Lo bueno. En primera instancia aplaudieron que Colombia estuviera consolidando su recuperación durante los años 2003-2005, con crecimientos cercanos al 4% anual, después de la profunda crisis de 1999-2002. Extrañaron sí que esa trayectoria no fuera más dinámica, al menos del 5% anual, para asegurar la reducción del desempleo, del actual 11% al 8%, y apuntalar así un proceso de paz que hoy luce promisorio.

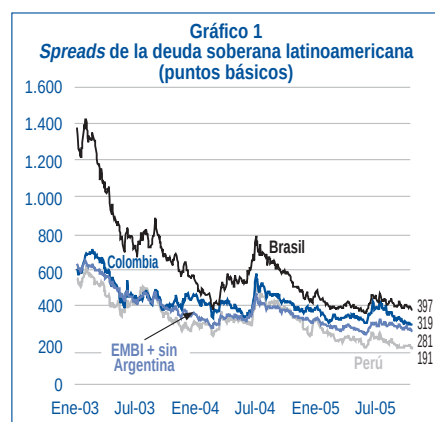
Lo regular. En segundo lugar, expresaron sus preocupaciones

acerca de las perspectivas de mediano plazo (2006-2008), con especial referencia a los riesgos fiscales de Colombia. Como es bien sabido, estos riesgos fiscales provienen de los crecientes gastos pensionales (hoy en casi 5% del PIB y con tendencias hacia el 6.5% del PIB), del potencial salto en las coparticipaciones territoriales (del actual 5.5% del PIB al 6.5% en 2008) y de las presiones por mayor gasto militar, en un conflicto que aún no termina.

Lo malo. También mencionaron los analistas de Wall Street que les preocupaba la declinación de las reservas petroleras y los riesgos de una rápida depreciación del peso frente al dólar, en momentos en que los mercados internacionales continúan apretando su política monetaria. Esto ahora luce más probable después de la elevación de la tasa de la Fed a 3.75% en septiembre 20. En cambio, en Colombia la política monetaria continúa siendo excesivamente laxa, debido a la fijación dual de objetivos infla-

cionarios-cambiaros. Para colmo esta situación se agravó al reducir a 6% su tasa Repo el Banco de la República en septiembre 23. Por último, señalaron algo de preocupación por las dificultades que se han tenido para consolidar los acuerdos comerciales (ATPDEA/TLC) y, en menor medida, por la incertidumbre electoral, tema que cobija, de hecho, a toda la región.

Frente a Perú. Al mirar a Colombia en el espejo de la región, Wall Street encontró, por ejemplo, que estamos cada vez más rezagados respecto de un Perú que prácticamente ha despejado su frente fiscal, como resultado de continuas reformas pensionales y exitosos procesos de privatización. Perú logró además incrementar su recaudación tributaria a 18% del PIB en 2004, reduciendo su déficit fiscal de largo plazo a sólo 1% del PIB en años recientes. Como resultado de este continuo esfuerzo de saneamiento fiscal, su relación deuda pública bruta/PIB ha venido declinando a 42% en la actualidad



frente al 56% de Colombia.

También destacaron de Perú su sólido crecimiento (cercano al 5% anual en 2002-2005), amparado en la fortaleza de sus diversas exportaciones y en la inversión extranjera directa. Perú también ha logrado reducir la inflación a sólo 3% anual, al tiempo que el desempleo es de un dígito. Como resultado de este positivo giro, los mercados internacionales han revaluado al alza las “perspectivas de corto plazo” de Perú e inclusive se viene analizando la posibilidad de mejorar su calificación. Curiosamente, Colombia tiene en la actualidad mejor calificación que Perú, pero los bonos soberanos de este país se venían transando unos 120 puntos base por debajo de los de Colombia, al tiempo que Colombia ha venido superando el costo del EMBI+ sin Argentina (gráfico 1).

Frente a Brasil. Los analistas también nos evaluaron en el espejo de Brasil y concluyeron que allí igualmente se ha venido perdiendo terreno. En el frente externo,

Brasil ha logrado mantener una cuenta corriente superavitaria desde 2001, y en la actualidad bordea 1% del PIB. Pero en el frente fiscal Brasil tiene desafíos tan grandes como los de Colombia, en momentos en que su crecimiento económico ha sido apenas un moderado 3.5% anual (2003-2005). Aun así, su disciplina fiscal ha permitido mantener superávits primarios del orden de 4.25% del PIB, superior al 3.5% del PIB requerido para estabilizar su deuda bruta en los niveles actuales de 74% del PIB. Empero, Brasil no ha enfrentado su grave problema pensional (especialmente del sector público) y hoy tiene al descubierto flujos equivalentes al 3% del PIB, sin darle la cara aún a la “transición pensional”. Las altas tasas de interés que prevalecen en Brasil, por cuenta de la permanente amenaza inflacionaria, y el bajo crecimiento económico encierran serios riesgos fiscales para este país, que bien podrían “contagiar” de nuevo a la región, empezando por Colombia. Como bien lo decía alguno de los analistas externos, Colombia debería aprovechar el “contagio bueno” por el que atraviesa la región en 2004-2005 para acelerar sus reformas estructurales, si es que quiere dejar de ser un “país tipo Plan-B-C” en materia de inversiones.

El TLC. Sobre el riesgo comercial, el embajador Wood fue contundente al señalar que si Colombia no procede a firmar el TLC queda-

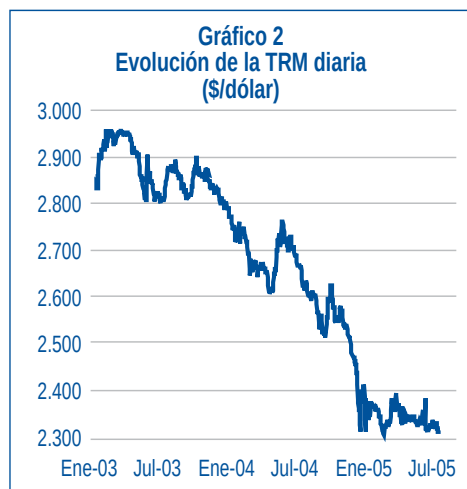
ríamos “en el peor de los mundos”, por cuanto es claro que las preferencias del ATPDEA no se renovarán cuando concluyan en 2006. Colombia perdería entonces los beneficios de contar con arancel cero para cerca de unos 6.000 productos. Aunque la SAC había mencionado que dichos beneficios no habían sido sustanciales, la verdad es muy otra (y de allí que procediera a las rectificaciones del caso). Por ejemplo, el 88% de las flores exportadas a Estados Unidos (por un valor total de US\$338 millones) se ha beneficiado de ese acceso preferente. En el caso de las exportaciones de confecciones, los montos beneficiados pasaron de US\$4 millones en 2001 a US\$445 millones en 2004. Tal como lo señaló la propia Andi, cerca del 72% de las confecciones está cobijado por las preferencias ATPDEA (cuadro 1). Más aún, cabe señalar que en el caso de Colombia se permite involucrar hasta 30% de textiles colombianos, gabela que no fue permitida en el acuerdo

Cuadro 1
Exportaciones de confecciones
(capítulos 61 y 62)

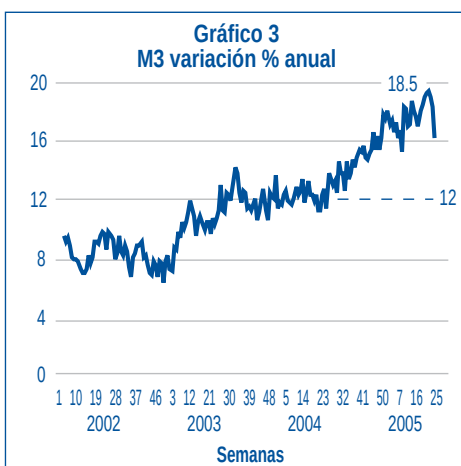
	2002	2003	2004	May-05
Con beneficio ATPDEA (%)	0	53	75	72
Sin beneficio ATPDEA (%)	100	47	25	28
Total exportado a EE.UU (US\$ millones)	346.9	514.4	609.8	250.9
Fuente: Andi y cálculos Anif.				

del CBI, limitando a los centroamericanos a la simple *maquilla*. En consecuencia, es evidente que la no firma del TLC llevaría a Colombia a una sensible pérdida comercial, que afectaría seriamente la dinámica de muchos sectores que han venido impulsando la inversión y la generación de empleo.

La excesiva liquidez. Por último, es útil repensar el mensaje que nos dejó Wall Street sobre la peligrosa disociación que se viene presentando entre el comportamiento financiero de corto plazo, apalancado en una gran liquidez nacional e internacional, y el comportamiento de los factores fundamentales, que deberían estar gobernando el mediano plazo. *Dicho de otra manera, la lupa de la liquidez financiera viene enturbiando la visión de los determinantes fundamentales.* En Estados Unidos, por ejemplo, el señor Greenspan había comentado, en su audiencia del pasado 20 de julio ante el Congreso, que el comportamiento de los bonos del Tesoro a mediano y largo plazo definitivamente no estaba reflejando bien los elevados riesgos fiscales. Advirtió que seguramente sería necesario seguir apretando la política monetaria en septiembre, como en efecto ocurrió. Esto con el fin de ayudar a retirar de circulación una liquidez que no es necesaria para mantener el saludable nivel de actividad económica. Ese exceso de liquidez, en cam-



Fuente: Banco de la República.



Fuente: Banco de la República.

bio, sí amenaza con continuar inflando la burbuja especulativa de la finca raíz y termina por “anestesiarse” los mercados financieros, impidiendo sentir el dolor proveniente de sintomáticos desbalances fiscales.

Esta dualidad entre los mercados financieros líquidos y los factores macroeconómicos fundamentales también se presenta en Colombia. Las continuas intervenciones del Banco de la República, en defensa de una tasa de cambio

nominal, con un resquebrajado piso de \$2.300/dólar (gráfico 2), han llevado a expandir los diferentes agregados monetarios en el rango 18%-20% anual, respecto de un razonable 12% anual (gráfico 3). Este fenómeno se agravó en agosto, cuando la venta de Bavaria a inversionistas del exterior presionó el peso por debajo del dólar piso cambiario de \$2.300. Esta gran liquidez se viene volcando más sobre el financiamiento público a través de los TES que hacia el repunte de la cartera financiera, aunque en este segundo trimestre se ha notado una mejoría en la actividad económica respecto del primer trimestre. El riesgo es en todo caso evidente, no sólo por el creciente diferencial con Estados Unidos, según lo ya comentado, sino porque las presiones de corto plazo amenazan con expandir aún más el circulante. En efecto, durante el mes de agosto también se hizo evidente una serie de “valoraciones ficticias” de varias acciones en la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), lo cual indica que esta “inflación de activos” por cuenta de la excesiva liquidez encierra sus peligros. En síntesis, un menor déficit fiscal y, por lo tanto, una menor colocación de bonos públicos en Wall Street por parte de Colombia serían la mejor forma de dar la señal adecuada acerca de que por acá sí se escuchan esos sensatos mensajes, o será que, después de todo, ¿no sabremos escucharlos? **ANIF**

La política social en Colombia: de la mano de su otro gemelo



Entrevista al ministro de Protección Social: Diego Palacio Betancourt

CARTA FINANCIERA: ministro, estamos muy agradecidos de que usted nos dé una entrevista para la revista Carta Financiera, la cual ya completó treinta años de ininterrumpida circulación.

C. F.: el tema pensional ha sido tan importante en las legislaturas recientes que Anif ya le ha dedicado dos números de su semanal a tan crucial tema. En ellos hicimos un balance preliminar tanto en lo político como en lo económico y no dudamos en aplaudir el éxito

político que se anotó el gobierno frente a un Congreso bastante “retrechero” en el tema pensional, el cual viene afectando el bolsillo de muchos de ellos. Sin embargo, Anif vio con alguna preocupación los recortes producidos a muchas de las propuestas que inicialmente hiciera el gobierno y que acarrearán serios problemas presupuestales durante el período 2005-2010. Quisiéramos que usted nos hiciera su propio balance político y económico sobre esa difícil reforma, en particular ¿cree usted que la sociedad colombiana en su conjunto quedó satisfecha con lo que finalmente se aprobó en materia de la mesada catorce y la forma como se aplicarán los límites de 25 salarios mínimos legales (SML) a las pensiones?

DIEGO PALACIO: los temas de la mesada catorce y del tope de 25 SML son políticamente muy sensibles, entre otras razones porque, en general, el tema pensional es complejo de entender en su integralidad, para cualquier ciudadano. Puede ser aceptable el tema de la transición de la mesada catorce cuando uno lo presenta; política y socialmente es entendible ese período de transición.

Pero la cara que no han conocido los colombianos es ¿qué impacto final tiene? Cuántas reformas tributarias tocará llevar a cabo para poder mantener el pago de esa mesada catorce o qué plata hay que quitarle a otro tipo de programas o si el país se tiene que endeudar para poder asumir ese riesgo. Esa claridad la dejó el senador Víctor Renán Barco en el momento mismo en que se aprobó la transición para la mesada catorce; le recordó a los senadores que van a salir a cobrar social y políticamente esta transición de la mesada catorce, que acababan de endeudar a las futuras generaciones en una forma importante y quiso hacer explícita esa deuda que las futuras generaciones tendrán que asumir. De todas maneras en este tema pensional, en un año preelectoral, yo quedo contento con el resultado general del acto legislativo. Fue un esfuerzo inmensamente grande y creo que el país ha dado un paso más, no el definitivo, pero no hay duda de que se ha avanzado en el tema pensional.

C. F.: ¿algún comentario sobre el límite de los 25 SML?

Sobre el tema del límite de los 25 SML existían dos propuestas distintas en el Congreso. Una primera propuesta era que se pusiera tope a los 25 SML desde el mismo momento de entrada en vigencia del acto legislativo, y la otra propuesta era ésta del período de transición. El Gobierno quiso ser muy cuidadoso en respetar y recomendar el período de transición que la Corte, en tantas oportunidades y durante tanto tiempo, ha venido diciendo que es necesario que tenga el tema pensional; se trataba de conjugar esa palabra transición; nosotros consideramos que uno no puede utilizar la transición para hacer una discriminación de clases en el sentido de que unas cosas entren a regir inmediatamente y otras no. Hay gente que viene cotizando para tener una pensión que esté por encima de 25 SML y consideramos prudente ese período de transición, al igual que no considerábamos prudente el período de transición de la mesada catorce porque ningún colombiano ha cotizado para ésta. De todas maneras, la propuesta del Senado era muy

interesante; sin embargo, en el momento mismo de la conciliación con la Cámara, no fue posible concretar la alternativa propuesta por el Senado.

C.F.: recientemente Anif también hizo público “un inventario” sobre los cambios que se introdujeron al régimen pensional a través de la Leyes 100, 797, 810 y el proyecto recientemente aprobado. El balance sugiere que todavía hay un largo trecho por recorrer, especialmente en el tema de hacer tributar a las pensiones que superen, por ejemplo, los cuatro o seis salarios mínimos. También discutimos el tema de pensión mínima que, como se sabe, en Chile tiene garantía a nivel del 75% del SML. Nuestra pregunta para usted ministro es ¿tiene el gobierno listo un nuevo paquete de cambios pensionales y cuánto más cree usted que puede aguantar el fisco esta creciente carga pensional de caja que ya compromete cerca de 5% del PIB?

D.P.: ningún gobierno ni ningún Congreso en la historia del país había hecho en tan corto tiempo tantos cambios. Llevamos dos leyes y un acto legislativo, se ha hecho inclusive la modificación de profesiones de alto riesgo, el régimen pensional de los maestros, etc. Calculamos nosotros que en estos tres años se ha avanzado de forma importante; sin embargo, comparto con Anif la idea de que todavía falta mucho por trabajar

en este sentido. ¿Qué va a pasar en ese año que queda de gobierno frente al tema pensional? Vamos a discutir en el transcurso de este receso legislativo qué posibilidad o qué viabilidad podría existir para plantear mecanismos que permitan ampliar la cobertura del régimen pensional. Es allá donde quisiéramos nosotros orientar los esfuerzos, a la ampliación de la cobertura, pero hay que ser muy cuidadosos y mirar qué viabilidad real y política tiene cualquier nueva propuesta en el transcurso de este último año de gobierno.

C.F.: en opinión de Anif, se hace urgente introducir algunos cambios adicionales como los que menciona el

Esa claridad la dejó el senador Víctor Renán Barco en el momento mismo en que se aprobó la transición para la mesada catorce; le recordó a los senadores que van a salir a cobrar social y políticamente esta transición de la mesada catorce, que acababan de endeudar a las futuras generaciones en una forma importante y quiso hacer explícita esa deuda que las futuras generaciones tendrán que asumir.

ministro; concebimos dos vías en particular para lograr este objetivo: la primera, trabajar sobre el régimen que tenemos, e ir introduciendo cambios graduales a esos parámetros (ir introduciendo el tema de impuestos, etcétera); la segunda vía es la que propone el Banco Mundial, que consiste en transitar rápidamente hacia un sistema puro de pilares, lo cual significaría, en nuestra opinión, transformar, de pies a cabeza, nuestro régimen actual y nos exigiría pensar muy bien qué hacer con los fondos de regímenes privados, algunos de los cuales ya están muy comprometidos con el tema de inversión extranjera directa que tanto se quiere atraer. ¿Por cuál de estas alternativas se inclina más el gobierno?

D.P.: el gobierno ha sido claro en que preferimos la primera alternativa de un cambio gradual, de seguir haciendo ajustes como se han venido haciendo. Ya tenemos un sistema; incluso el sistema de prima media con los cambios que se han introducido a mediano y largo plazo está siendo un sistema mucho más sostenible. Que traemos una deuda acumulada muy grande, también es cierto, pero que hacia futuro se han venido introduciendo cambios importantes que lo hacen más sostenible, eso también lo es. En este tema pensional hay que ser muy prudente, yo no considero que sea el momento de tratar de hacer cambios radicales a un sistema que apenas va en un proceso de maduración.

C.F.: una tercera propuesta que se nos ocurre ha sido la de aplicar el estilo español, el llamado Pacto de Toledo, donde se acordaría un cronograma en el que se van haciendo ajustes paramétricos elevando la edad pensional, tema que el gobierno hasta el momento no ha abordado, reduciendo la tasa de reemplazo, tema que sí se ha abordado de manera gradual. ¿No es acaso éste un proceso políticamente más efectivo, menos chocante y de menos desgaste para el país?

D.P.: es posible que sea un mejor mecanismo, pero es imposible negociarlo en un último año de gobierno. En las primeras leyes aprobadas por el Congreso se vieron avances importantes; por ejemplo, el incremento sistemático durante varios años en el número de

semanas cotizadas, pero fue imposible trabajar con el tema de la edad. Hay dos elementos que han sido imposibles para el gobierno frente al Congreso: uno ha sido tocar el tema de la edad y el otro el de los impuestos a las pensiones altas; esos dos temas han sido muy difíciles dentro del Congreso.

Le deseamos éxitos en su nueva agenda en esos dos frentes ministro; Anif cree que el gobierno ha sido claro sobre la importancia de estos dos temas (edad y tributación en pensiones).

Cambiando de tercio y teniendo en cuenta que usted es uno de los ministros a los que les toca más duro, porque tiene dos carteras a su cargo, hablemos de empleo. Las cifras recientes muestran reducciones en la tasa de desempleo en rangos cercanos al 12% a nivel nacional; todos sabemos que se explican en parte por algunas de las reducciones en la tasa global de participación, más que por la dinámica generación de empleo. El empleo realmente viene creciendo sólo a tasas del 1% anual y en meses anteriores inclusive había caído, ¿no son esas cifras algo desalentadoras? ¿Cuáles son sus proyecciones de desempleo para finales de este año ministro?

D.P.: para el tema de empleo yo creo que es importante recordar los objetivos que el gobierno, a través del Conpes, había establecido desde el mes de septiembre de 2002. Allí se dijo que un objetivo sería disminuir la tasa de

participación y es por esto que este gobierno empezó a diseñar estrategias puntuales; por ejemplo, para disminuir la tasa de desempleo, en jefes cabeza de familia. La tasa de desempleo que ha venido disminuyendo está hoy por el orden del 5.2 %, cuando hace dos años estaba en 8.5 %. También se han ampliado los cupos escolares. En fin, hemos diseñado toda una estrategia que nos permita pensar que la disminución de la tasa general de participación es un objetivo deseable y buscado por el gobierno. Nosotros aspiramos a que la tasa de desempleo de fin de año sea del 11%, con un promedio de 12.5% o 12.7% en 2005. En 2001 la Contraloría General de la Nación había hecho una proyección de las tasas de desempleo del orden del 24% para 2005; hoy estamos en una tasa del

Ningún gobierno ni ningún Congreso en la historia del país había hecho en tan corto tiempo tantos cambios. Llevamos dos leyes y un acto legislativo, se ha hecho inclusive la modificación de profesiones de alto riesgo, el régimen pensional de los maestros, etc.

12%. En el tema de desempleo es muy importante mirar de dónde venimos y en dónde estamos, el problema sigue siendo grande, pero yo soy optimista en el tema de empleo.

C.F.: después de varios meses de haber entrado en vigencia las medidas sobre el seguro de desempleo y el incentivo a la generación de empleo, cómo evaluaría usted el balance alcanzado entre ese costo fiscal y el beneficio social de estas políticas ¿sí han sido tan efectivas como dice el gobierno?

D.P.: el subsidio al desempleo hay que entenderlo no como una solución para los desempleados, sino como la construcción de un proceso que nos lleve al diseño de un seguro para el desempleo. Todos los países que han venido madurando su sistema de seguridad social tienen clara la importancia de este seguro; acá no pudimos en la primera reforma laboral construir el seguro de desempleo, pero avanzamos con un subsidio. Ese subsidio ha tenido un impacto importante. Está siendo manejado por las cajas de compensación, tuvo dificultades inicialmente para arrancar, pero este año aspiramos a cubrimientos de 70.000 personas con dicho subsidio al desempleo, que sigue siendo poco frente a la magnitud del problema. Pero entendámoslo siempre como el diseño de un camino que nos permita en poco tiempo llegar a la construcción del seguro de desempleo.

En el tema de los incentivos a la generación de empleo, ahí tuvimos algunas dificultades en la implementación misma del programa, pero se ha venido desarrollando, se han venido inscribiendo nuevas empresas y yo soy optimista frente a este programa en el transcurso de los próximos meses.

C.F.: hemos hablado de pensiones, hemos hablado de empleo, a usted también le toca ni más ni menos que el tema de la pobreza. Las cifras de pobreza en nuestro país siguen siendo alarmantes, se estima que más del 50% de la población está en esa difícil franja, aun después de superada la crisis de los años 1998 a 2001. Inclusive el llamado del doctor Luis Carlos Sarmiento Angulo para buscar salidas a este grave problema ha

tenido una gran repercusión nacional. ¿Cómo evalúa usted las políticas de la administración Uribe para combatir la pobreza y cómo mediaría usted en la discusión que se tiene sobre la forma más efectiva de medir y combatir la pobreza?

D.P.: sobre el tema de la medición de la pobreza, yo no quiero entrar en detalles, esto lo maneja más Planeación Nacional y hay distintas entidades públicas y privadas que vienen trabajando el tema metodológico. En lo que sí tengo claridad es que sigue existiendo un porcentaje grande e importante de pobreza en el país, independiente de que sea el 50%, el 52% o el 58%, en fin, lo que sea. El problema de pobreza sigue siendo grande. Frente a este tema de pobreza hay que trabajar

en dos frentes claros: i) cualquier estrategia que permita facilitar el crecimiento económico, pero el sólo crecimiento no termina con la pobreza, ii) hay que trabajar en estrategias que nos permitan mejorar la equidad en el país. Yo sí tengo la convicción de que este gobierno viene enfrentando los dos temas, viene trabajando con mecanismos que permitan el crecimiento económico. ¿Como cuáles? Pues la reciente Ley de Estabilidad Jurídica yo creo que es

Hay dos elementos
que han sido imposibles
para el gobierno frente al
Congreso: uno ha sido tocar
el tema de la edad y el otro
el de los impuestos a las
pensiones altas.

un buen paso, la misma seguridad democrática es un buen paso que le da tranquilidad a los distintos inversionistas para poder mejorar el tema del crecimiento económico. Esto va unido a distintas estrategias que se vienen desarrollando para poder facilitar la equidad. El tema de pobreza no es un problema que se solucione de un día para otro, ni en un solo gobierno. Esto requerirá décadas de trabajo permanente, y no sólo del gobierno, sino del Estado en su totalidad.

C.F.: complementando su respuesta ministro, se me viene a la memoria el importante componente social que ahora tiene el Plan Colombia, el tema de Familias en Acción y de Jóvenes en Acción, que han mostrado resultados positivos de acuerdo con los diferentes estudios que se han visto. ¿Qué piensa hacer el gobierno al respecto, ahora que se acaban esos recursos? ¿No será que ampliar el programa de Familias en Acción puede dar mejores resultados que los esfuerzos aislados que se vienen haciendo en otros programas?

D.P.: Familias en Acción ha sido un muy buen programa, pues está dando unos subsidios que los está condicionando, se trata de estrategias que buscan fundamentalmente crear capital social, ¿Cómo cuáles? El control médico, por ejemplo, el control para los niños a nivel médico o la asistencia a la escuela, esos son dos elementos básicos que ayudan a la creación de capital humano, a lo que nosotros le tenemos que seguir apuntando. Ojalá en el futuro podamos orientar, no digo trasladar los recursos que existan en otros programas de política asistencial a Familias en Acción, pero sí utilizar la metodología de Familias en Acción (de dar unos subsidios supeditados a unos resultados concretos, a unas acciones concretas). Eso lo tenemos que seguir implementando. Recordemos que la nueva ampliación de Familias en Acción de la costa Pacífica no sólo está supeditado al control médico y a la asistencia a la escuela, sino también a la erradicación de cultivos ilícitos en las comunidades.

C.F.: una pregunta de economía política, ministro. A otras personas entrevistadas en Carta Financiera les hemos preguntado: cómo resolver la disyuntiva entre la necesidad de reformas económicas y el arreglo político existente, en donde lo primero se ha visto frenado por la pugna permanente con el Congreso. A usted no podemos dejar de hacerle esta pregunta y menos después de la enconada batalla que enfrentó con el reciente Acto Legislativo en materia pensional y de la cual, enhorabuena, usted salió airoso en cabeza del gobierno. ¿Dónde cree usted que radica el problema? ¿Será que el problema está en el modelo económico o en el arreglo político resultante de la Constitución de 1991, el cual no ha podido acoplarse a una economía abierta, no intervenida? ¿Quién cree usted que va a ceder?

D.P.: no, yo creo que es cuestión de ir construyendo. Déjeme decirle algo: yo creo que frente al tema del Congreso yo no soy tan escéptico como algunas personas. Le pongo un ejemplo concreto. Este Congreso, el que actualmente está sesionando, con el que hemos tenido dificultades en algunas cosas, también ha permitido avances significativos en otras, como por ejemplo

en el tema pensional al que hacíamos referencia al inicio de la entrevista. Ningún Congreso en la historia del país, ni ningún gobierno en la historia del país había avanzado en tan corto tiempo en el tema pensional. Cerca de 40 puntos del PIB. Ese es el ahorro generado por las reformas que en los últimos tres años se han hecho. Yo creo que es cuestión de una dedicación permanente, de una comunicación, de una interacción con el Congreso. Poco a poco el Congreso va cediendo, va trabajando, se va involucrando en el tema. No es fácil, se complica aún más después de tres años de gobierno, pero yo tengo la convicción de que lo que requerimos es un trabajo permanente con el Congreso. Hay que reconocer el valor de muchos congresistas en impulsar y en defender medidas que no son populares, pero que son racionales y son responsables. Hay otros congresistas que tienen una visión distinta, pero trabajando con el Congreso uno puede obtener resultados importantes.

Lo que requerimos es un trabajo permanente con el Congreso. Hay que reconocer el valor de muchos congresistas en impulsar y en defender medidas que no son populares, pero que son racionales y son responsables. Hay otros congresistas que tienen una visión distinta.

C.F.: una última pregunta y agradeciendo su paciencia con Carta Financiera. Para nadie es un secreto que usted es uno de los ministros más cercanos al presidente Uribe y hay quienes dicen que es uno de los pocos consentidos. Esto no sólo porque usted ya venía trabajando con el gobierno, sino porque, quiéralo o no, el ángel de nuestro muy apreciado y difunto amigo Juan Luis Londoño lo sigue rondando en las buenas y en las

malas, ese es su otro hermano gemelo. Cuénteme una cosa, ¿le jalaría usted a seguir a este ritmo y a librar estas duras batallas por otros cinco años más?

D.P.: hay que seguir trabajando, trabajando y trabajando por el país, independientemente de donde uno esté. Nosotros tenemos que tener la convicción de que vivimos en *este país* y hay que construir una mejor Colombia. Además, tengo la convicción de que el presidente Uribe y su equipo vienen haciendo un inmenso esfuerzo, con unos resultados más importantes en unos temas que en otros, pero hay que seguir aportándole, hay que seguir rodeando al presidente donde esté.

C.F.: ministro, ¡muchas gracias y más éxitos en su gestión! 

Tributación en Colombia: IVA sí, *Flat Tax* no*

La administración Uribe ha sido una de las más activas en materia de tributación. Se han hecho avances importantes en lo que se refiere a la ampliación de la base tributaria del IVA, introduciendo tasas bajas de 2% y 7%, al tiempo que se han continuado elevando otras al 10%, 20% y 45%, manteniendo la tasa básica en 16%. La tendencia debe ser hacia la homologación en sólo dos tasas de IVA de 10% y de 17%.

Los recaudos de IVA se han incrementado a 6% del PIB en 2004, con una ganancia neta cercana a 1.2% del PIB, gracias a las reformas adoptadas en el período 2000-2004. La ampliación de la base facilita la lucha contra la evasión, la cual ha caído de niveles de 33% a cerca de 28%, al tiempo que el indicador de eficiencia [(recaudos/PIB) / (tasa 16%)] se ha incrementado de 30% a 38%. Sin embargo, aún estamos lejos del 49% que exhibe Chile en este frente.

Infortunadamente, la Corte Constitucional declaró inexecutable la porción de la canasta básica que se gravaba con el 2% (C-776 de 2003). Para ello, la Corte adujo ilustración insuficiente; pero, de contera, concluyó que el Estado Social de Derecho aparentemente impedía que se ampliaran los tributos “indirectos”, sin que previamente se evaluara el grado de evasión de los tributos “directos”. La Corte olvidó, sin embargo, que en las sociedades modernas el grueso de la redistribución del ingreso se hace a través del

gasto en los bienes y servicios públicos básicos, tales como educación, salud, nutrición, agua y alcantarillado. De allí que el grueso de las llamadas “socialdemocracias” tengan sistemas de IVA con tasas más elevadas que las nuestras, bordeando el 20%-22% (cuadro 1), que, además, se aplican prácticamente sobre todo el universo de bienes (con la sola excepción de la canasta más básica).

Por eso es que resultó lastimoso que el propio gobierno hubiera retirado del Congreso, en octubre de 2004, un proyecto de reforma (Ley 116-C de 2004) que apuntaba en la dirección correcta de elevar la tasa general del IVA de 16% a 17% y avanzaba hacia su cuasi universalización. En julio de 2004 se dijo que este tema era urgente y tres meses más tarde se cambió de parecer. En mayo de 2005, el presidente de la República, su ministro de Hacienda y el nuevo director de la Dian han vuelto a mencionar que este tipo de reforma, tendiente a ampliar el IVA, es crucial. El ministro repicó sobre la importancia de elevar el IVA en agosto y en ese mismo mes el Presidente lo volvió a “llamar al orden”. También se nos ha dicho que esto bien puede esperar a que llegue un nuevo Congreso, en el segundo semestre de 2006, con lo cual se estaría postergando hasta el primer semestre de 2007 la presentación de una nueva reforma tributaria.

En opinión de Anif, el Congreso que estimó conveniente aprobar la

Cuadro 1. Tasas de IVA según zonas (porcentajes en 2001)

Zona nórdica	24
Suecia	25
Finlandia	22
Dinamarca	25
Zona euro-latina	18
España	16
Italia	20
Grecia	18
Zona latinoamericana	15
Chile	19 *
Colombia	16
Unión Europea	19

*: vigente en 2004.

Fuente: OECD y cálculos Anif.

reforma constitucional que permitiría la reelección presidencial inmediata debería ser el mismo Congreso que entiende que la dimensión del problema fiscal no da espera, ni siquiera por dos años, para enfrentar déficit estructurales de 5% del PIB en cabeza del Gobierno Nacional.

No sólo se trata de incrementar los recaudos ante la desidia de un Estado que no enfrentó a tiempo el problema pensional (pues éste data de principios de los años noventa); ni sólo el problema de las transferencias territoriales que continúan creciendo a tasas reales del 2.5%-2.75% y que pasarán a crecer aún más en 2008; ni sólo el problema de “bola de nieve” que conllevan los intereses de la deuda que bordean 5% del PIB cada año. En fin, no es “sólo” este cúmulo de

* Artículo con base en el Informe Semanal de Anif N°784 de mayo 31 de 2005.

Cuadro 2. Cronograma de impuestos temporales

Tipo de impuesto	Recaudo 1999 - 2001 (% del PIB)	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Transacciones financieras (4x1.000)	0.5 - 0.9						
Sobretasa imponible (10%)	0.3 - 0.5						
Patrimonial (0.3% a 1.2%)	0.2 - 0.3						
Aranceles (15% a 8%)	0.2 - 0.3						
Total	1.2 - 2.0						

Fuente: Dian y cálculos Anif.

gastos crecientes, sino el grave problema de tener que entrar a sustituir toda una gama de impuestos temporales que estarán agotándose en los años 2006-2008. Se requiere eliminar el distorsivo Impuesto a las Transacciones Financieras (0.9%); finalizar la sobretasa de imponible (0.5%); acabar con el impuesto al patrimonio (0.3%) y con las exenciones tributarias otorgadas en la Ley 863 de 2003. Así, el esfuerzo tributario mínimo que deberá emprender Colombia totaliza 2% del PIB (cuadro 2). Todo esto con el fin de acabar con la amalgama tributaria (llena de altas tasas y de exenciones por igual). También deben eliminarse las exenciones temporales (AFC) y sólo mantenerlas para los aportes pensionales permanentes a las AFP. De hacerse todo lo anterior, una tasa de imponible de 32%-35% luciría razonable.

Los llamados de la CGR a elevar, en paralelo, el impuesto patrimonial no guardan mayor consistencia tributaria, pues olvidan que se está gravando el mismo capital productivo y generando los sesgos antiinversión ya conocidos.

Dicho todo lo anterior, debemos evitar caer en el espejismo europeo de creer que la adopción de una tasa de imponible plana y única (el llamado *Flat Tax*) nos llevaría al círculo virtuoso del crecimiento económico sostenido. Como es sabido, algunos países de la nueva Unión Europea, especialmente desde 1994, han venido transitando por esta vía. Lo primero que cabe aclarar es que si se adop-

Cuadro 3. Recolección de impuestos: Colombia y Chile (SPNF, * % del PIB a finales de 2003)

	Ingresos tributarios (% del PIB)		
	Colombia (1)	Chile (2)	Diferencia (3) = (2) - (1)
I. Impuestos de renta	6.0	6.5	0.5
Personal	2.2	2.0	-0.3
Empresarial	3.8	4.6	0.8
II. IVA	5.9	8.8	2.9
(% eficiencia)	37%	49%	
III = (I+II) Renta e IVA	11.9	15.3	3.4
(% del total = III / V)	60%	74%	
IV. Otros impuestos	7.8	5.3	-2.5
V = (III+IV)			
Ingresos tributarios **	19.7	20.6	0.9

* Sector Público no Financiero (SPNF)
** Incluyendo contribuciones a la seguridad social. Fuente: FMI, bancos centrales y cálculos Anif.

Cuadro 4. Impuestos de renta e IVA: Colombia y Chile

	Tasas impositivas (%)	
	Colombia	Chile
Impuesto de renta		
Personal	Desde 0.3 a 38.5	Desde 5 a 40 *
Empresarial	35 + 3.5 = 38.5	17 **
IVA	7-10-16-20-45	19 ***

* Tasa máx. bajó de 45% a 40% durante 2002-2004.
** Incrementada de 15% a 17% durante 2002-2004. Dividendos de individuos se gravan a la tasa marginal de imponible.
*** Incrementado de 18% a 19% durante 2004-2007 para sustituir la reducción en aranceles de 8% a 6%. Fuente: Dian, bancos centrales y cálculos propios.

tara la tasa de 26% de imponible (como tasa única y sin ninguna deducción, tal como la que está vigente en Estonia), estaríamos prácticamente duplicando la tributación efectiva de las empresas y de los hogares

colombianos (cuadros 3 y 4). Esto no sólo sería inmanejable a nivel micro-económico, sino que desdibujaría completamente la idea de la progresividad social que tiene que existir en el impuesto de renta.

En segundo lugar, este tipo de planteamientos tiene sentido cuando se están “fundando países” y se tienen sociedades con distribuciones del ingreso relativamente homogéneas. Ese fue el caso de las repúblicas ex soviéticas. Allí se trataba de evitar el sobrecosto de la supervisión tributaria, que ha llegado a ser alto en países como Estados Unidos, entre 10%-15% del total recaudado, y eso que allí ha probado ser el arma más eficaz en la lucha contra los Alcapones-Gutties. Pero en un país como Colombia, que empieza a ver los beneficios del costoso cruce de información (hoy plasmado en el programa ‘Muisca’), no tiene mayor sentido renunciar a la progresividad tributaria, precisamente cuando ya se ha incurrido en estos costos hundidos. Además, la teoría tributaria nos indica que el sistema de tasas planas no funciona cuando se tienen esquemas tributarios paralelos, como el que opera de forma tan lánguida en Colombia a través de los impuestos a las nóminas, que ya bordean 39% en cabeza de las empresas.

En síntesis, Colombia está en mora de profundizar sus logros tributarios en materia de IVA. Al mismo tiempo, requiere acabar con la amalgama que hoy se tiene de altas tasas en el impuesto de renta, pero con todo tipo de exenciones. ¡Qué viva el IVA de las “socialdemocracias” y bien abajo las tarifas planas de las sociedades ex comunistas! El péndulo tributario debe poder lograr un justo equilibrio entre los impuestos directos (con tasas progresivas, pero moderadas) y los impuestos indirectos (con bases cuasi universales y tasas únicas) para evitar posteriores descalabros fiscales. 

La reforma de la banca central en América Latina: logros y desafíos

Agustín Carstens
y Luis I. Jácome H.¹

I. Introducción

La inflación promedio en América Latina alcanzó en 1990 un nivel sin precedentes de cerca de 500%. Tres de los países más grandes de la región (Argentina, Brasil y Perú) registraban inflaciones de cuatro dígitos y ningún país había alcanzado tasas de un dígito. En cambio, los países industrializados habían bajado ya la inflación a un promedio alrededor de 4% y los de Asia a 6%. A la vez, para 1990 había transcurrido una década en la que el Producto Interno Bruto (PIB) *per cápita* de la región decreció 0.1% en promedio. En este entorno de deterioro de las condiciones de vida de los habitantes de la región, los gobiernos de América Latina tomaron conciencia de la necesidad de abatir la inflación e iniciaron un conjunto de reformas estructurales a fin de crear las bases para un repunte del crecimiento económico.

Un componente importante de la nueva estrategia de manejo económico impulsada en la generalidad de los países de la región fue la reforma de la

banca central, con el objeto de restablecer la confianza en la política monetaria y, con ello, combatir con éxito la inflación. A fin de institucionalizar esta reforma, los gobiernos de América Latina decidieron formalizar el cambio institucional a través de la aprobación de leyes y, en algunos casos, de la Constitución. Así, nuevas leyes de bancos centrales se aprobaron hasta ahora en todos los países –en algunos casos más de una vez–, con excepción de Brasil.² La reforma de la banca central condujo a un notable fortalecimiento institucional y a cambios en el diseño y ejecución de la política monetaria, sobre todo en los países más grandes del continente.

Hoy, América Latina registra inflaciones de un dígito en casi todos los países de la región, aunque en la mayoría de ellos el aumento de los precios aún no se equipara con la inflación mundial. Con excepción de Costa Rica, República Dominicana y Venezuela, el resto de países del área redujo sus tasas de inflación a tasas de un solo dígito a finales de 2004. Sin embargo, sólo Bolivia,

Chile y Perú, y los países dolarizados, como Ecuador, Panamá y El Salvador, han logrado que su inflación converja hacia la inflación internacional –medida en términos de la inflación que registran los países industrializados.

¹ Agustín Carstens es subdirector gerente del Fondo Monetario Internacional. Luis I. Jácome H. es economista principal en el Departamento de Sistemas Monetarios y Financieros del Fondo Monetario Internacional y profesor asociado adjunto en la Universidad Georgetown.

² La reforma del banco central se adoptó en Chile (1989), El Salvador (1991), Argentina (1992 y 2002), Colombia (1992), Nicaragua (1992 y 1999), Venezuela (1992, 1999 y 2002), Ecuador (1992 y 1998), Perú (1993), México (1993), Bolivia (1995), Costa Rica (1995), Uruguay (1995), Paraguay (1995), Honduras (1996 y 2004) y, últimamente, en Guatemala (2001) y República Dominicana (2002). En Brasil, si bien no se ha aprobado una reforma legal, se fue gestando un consenso social a favor de la autonomía operacional del banco central con el propósito de abatir la inflación. Ecuador y El Salvador reformaron nuevamente su ley de banca central en 2000 y 2001, respectivamente, al adoptar el dólar como moneda de curso legal.

Este documento apunta a analizar tres aspectos relacionados con la evolución reciente de la política monetaria en América Latina. Primero, la naturaleza de la reforma institucional de la banca central adoptada durante los años noventa. Segundo, sus implicaciones para la política monetaria. Y, tercero, los desafíos que enfrenta hoy en día la banca central de la región.

II. La reforma institucional de la política monetaria en América Latina

Durante la primera mitad de los años noventa, la política monetaria en América Latina experimentó una profunda reforma legal con el fin de establecer las bases institucionales

cional con base en cuatro pilares fundamentales aplicados en mayor o menor medida en los países de la región:

(i) Definición de un mandato claro y prioritario dirigido a concentrar los esfuerzos de la banca central en preservar la estabilidad de precios en la economía. En la actualidad, todas las leyes de bancos centrales en la región incluyen entre sus objetivos velar por la estabilidad de la moneda o la estabilidad de precios, aunque, en algunos casos, este mandato va acompañado de otros objetivos, sin establecer prioridad entre ellos.

(ii) Independencia política para diseñar y ejecutar la política monetaria. Con ello se buscó desvincular a los bancos centrales del ciclo político de los países, a fin de que éstos se concentraran en su mandato fundamental de buscar y preservar la estabilidad de precios dentro de un horizonte de largo plazo. En la práctica, la independencia política ha implicado principalmente:

a) que se amplíe el término del nombramiento de los directores del banco central respecto al ejecutivo, o que no coincida con el mismo; b) que su nombramiento se realice en dos instancias, es decir, que los directores del banco central sean nominados/nombrados por el ejecutivo y nombrados/confirmados por el legislativo; y c) que su remoción se origine en causas estrictamente legales y no en razones de política económica o economía política, y que la remoción la decida o confirme el legislativo o judicial y no el ejecutivo.

(iii) Otorgamiento de autonomía operacional para la ejecución de la política monetaria. Ella ha significado, primero, establecer una severa restricción —y hasta la prohibición— para que los bancos centrales financien el gasto público, y segundo, la irrestricta libertad para diseñar y ejecutar la política monetaria. En particular, la autonomía operacional ha permitido que los bancos centrales manejen su política de tasas de interés —sin interferencia del gobierno— y, a través de ella, influyan sobre las tasas de interés de la banca comercial y de otros instrumentos financieros, afectando con ello las expectativas de inflación de los mercados.

(iv) Rendición de cuentas ante la sociedad, como un mecanismo de contrapeso frente a la amplia autonomía conferida a los bancos centrales. Con base en esta reforma, generalmente el gobernador del banco central comparece ante el legislativo para dar cuenta del cumplimiento de su mandato legal en el ejercicio correspondiente. Además, el banco central publica periódicamente su programa monetario para el futuro previsible y, en el caso de países que han adoptado un régimen de metas de inflación, los bancos centrales publican y diseminan un reporte de inflación en el que evalúan el cumplimiento de las metas anunciadas. Un componente crucial del rendimiento de cuentas de la banca central es la transparencia en la toma de decisiones y en el manejo de la información, incluyendo la publicación de sus estados financieros.

No obstante este fortalecimiento, aún hay espacio para apuntalar la institucionalidad de los bancos centrales de la región. Así, la multiplicidad de objetivos entraña en ocasiones potenciales conflictos de política, sobre todo si también se le asigna al banco central el mandato de promover o crear las condiciones favo-

La multiplicidad de objetivos entraña en ocasiones potenciales conflictos de política, sobre todo si también se le asigna al banco central el mandato de promover o crear las condiciones favorables para el crecimiento o desarrollo económico.

adecuadas para abatir la crónica inflación que venía azotando a la región. La adopción casi general de la reforma de los bancos centrales respondió al consenso al que llegaron los países en cuanto a terminar con el financiamiento primario del gasto público, considerado la raíz de los procesos inflacionarios en América Latina.

Caracterización de la reforma de los bancos centrales

La reforma de la banca central significó un fortalecimiento institu-

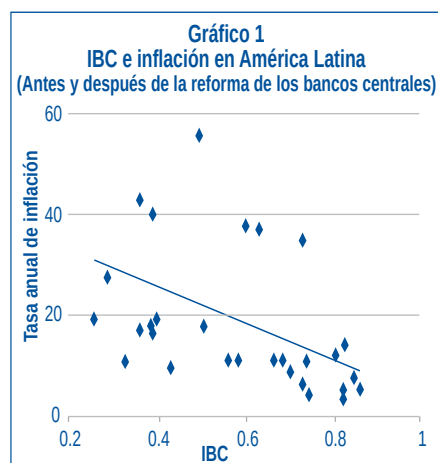
rables para el crecimiento o desarrollo económico (Brasil), o de preservar la estabilidad del sistema financiero (Guatemala, Paraguay, Uruguay). Además, la asignación de más de un objetivo de política dificulta el control de la rendición de cuentas que deben realizar los bancos centrales. Por otra parte, algunos bancos centrales todavía enfrentan limitaciones en el ejercicio de la política monetaria. Por ejemplo, el Congreso aprueba la emisión de papeles del banco central utilizados en operaciones de mercado abierto (Guatemala) y, en algunos países, aprueba su presupuesto (Honduras y Paraguay), con lo que existe el riesgo de interferencia política en las capacidades operativas del banco central. Así también, en varios bancos centrales la autonomía operacional ha sido menoscabada por la acumulación de pérdidas operacionales del banco central –sin que exista el requerimiento legal para que los gobiernos restablezcan la integridad del capital de sus bancos centrales. Esto ocurre en la medida en que la acumulación de pérdidas cuasifiscales induzca a las autoridades del banco central a realizar una menor esterilización de los excesos de liquidez y/o a limitar los aumentos que podrían ser necesarios en la tasa de interés para combatir la inflación.

Reforma de la banca central e inflación

Desde 1990 en adelante, América Latina ha mejorado en general su desempeño macroeconómico, aunque los resultados han sido inferiores a las expectativas iniciales. El mayor logro ha sido, sin duda, la baja de la inflación a niveles de un dígito en la actualidad. ¿Contribuyó la reforma de la banca central a esta significativa reducción de la inflación?. Jácome y Vázquez (2005) concluyen que la independencia legal de los bancos cen-

trales contribuye, junto con otras variables macroeconómicas y un índice amplio de reforma estructural, a explicar la baja de la inflación en las economías latinoamericanas y del Caribe durante el período entre 1990 y 2002.

En forma restringida, el gráfico 1 muestra una correlación negativa y estadísticamente significativa entre independencia legal del banco central (IBC) e inflación en América Latina.³ Para caracterizar la IBC se utilizó un índice de Cukierman (Cukierman, 1992), modificado con



el fin de incorporar criterios adicionales que son relevantes en la perspectiva de la autonomía de los bancos centrales en América Latina, incluyendo provisiones de rendición de cuentas y transparencia no contempladas en el índice original diseñado por Cukierman.⁴ El IBC se aplicó tanto para el período anterior a la reforma como para los años subsiguientes.⁵ El período prerreforma corresponde a los cinco años anteriores en cada país –incluyendo el año de su aprobación–, mientras que el período posreforma abarca los años siguientes hasta 2003.⁶ Para cada período se calcularon los promedios para la inflación en cada país y se aparejaron con los índices de IBC anteriores y posteriores a la reforma.

III. Cambios en la política monetaria asociados con la reforma institucional

La reforma de la legislación de los bancos centrales en América Latina trajo aparejados cambios en el régimen de política y en el marco operacional, particularmente en los países emergentes. Luego de que inicialmente la mayoría de países de la región utilizara la tasa de cambio como ancla nominal, los bancos centrales migraron crecientemente hacia un manejo flexible de la tasa de cambio (cuadro 1). Sin embargo, en vez de adoptar alternatively una ancla monetaria, un creciente número de bancos centrales de la región (Brasil, Chile, Colombia, México, Perú) implantó regímenes de metas de inflación (*inflation targeting*, IT) con el fin de anclar en forma efectiva las expectativas inflacionarias.⁷ En cambio, un grupo de países, mayoritariamente de Centroamérica, conser-

³ La pendiente de la curva ajustada sería mayor si se hubieran incluido los datos para Argentina, Brasil, Nicaragua y Perú en el período prerreforma en que estos países registraron varios años de hiperinflación.

⁴ Una comparación entre los dos índices se encuentra en Jácome y Vázquez (2005).

⁵ En el análisis no se incluye la reforma monetaria realizada por Brasil en 1996 que otorgó autonomía operacional a su banco central, puesto que ella no implicó cambios a su ley de banco central.

⁶ Como excepciones, el período posreforma llega en Ecuador sólo hasta 1999 y en El Salvador hasta 2000, años en que estos dos países adoptaron el dólar como moneda de curso legal.

⁷ El cambio de la política monetaria fue producto del reconocimiento de algunos bancos centrales de sus limitaciones para hacer un manejo creíble con base en el control de una variable monetaria como meta intermedia de política. Dichas limitaciones están asociadas a la dificultad de predecir una trayectoria –particularmente en el corto plazo– de los agregados monetarios, dada la inestabilidad de la demanda de dinero y la volatilidad del multiplicador del dinero.

Cuadro 1
Regímenes cambiarios en América Latina
(clasificación de facto)

	Tipo de cambio fijo o "super-fijo" *	Regímenes intermediarios **	Tipos de cambio flotantes***
1990	República Dominicana, Honduras, Panamá.	Bolivia, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, México, Nicaragua, Uruguay	Argentina, Brasil, El Salvador, Guatemala, Paraguay, Perú, Venezuela
1995	Argentina, El Salvador, Panamá, Venezuela	Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Honduras, Nicaragua, Uruguay	República Dominicana, Guatemala, México, Paraguay, Perú
2003	El Salvador, Ecuador, Panamá, Venezuela	Bolivia, Costa Rica, Honduras, Nicaragua	Argentina, Brasil, Chile, Colombia, República Dominicana, Guatemala, México, Paraguay, Perú, Uruguay

* Incluye regímenes de dolarización formal, unión monetaria, caja de conversión, y tipos de cambio fijo pegados a una moneda o a una canasta de monedas.

** Incluye regímenes con banda horizontal, con tasa reptante (*forward looking* y *backward looking*), y con bandas inclinadas (*forward looking* y *backward looking*).

*** Incluye regímenes de flotación administrada e independiente.

Fuente: Bubula y Otker-Robe (2002) y Annual Report of Exchange Arrangements and Exchange Restrictions y Fondo Monetario Internacional (2003).

vó el tipo de cambio como ancla nominal, buscando, además, evitar la depreciación de las monedas locales frente al dólar, habida cuenta de su impacto adverso en las expectativas del mercado, en la formación de precios, y en la salud del sistema financiero, en un entorno de creciente integración con la economía norteamericana.

El tránsito hacia la flexibilidad cambiaria fue traumático en la mayoría de los casos, en medio de crisis financieras que hicieron insostenible el régimen intermedio y provocaron rápidas y elevadas depreciaciones cambiarias (Brasil, Ecuador, México, Uruguay y Venezuela son algunos ejemplos). Contrariamente, países como Chile y Colombia lograron llevar adelante una transición ordenada, no obstante las dificultades de carácter financiero por las que atravesaba este último país.

La adopción de esquemas de IT implicó la definición de un marco alternativo de política monetaria, a

partir del anuncio de metas multi-
anuales de inflación. Sobre la base de la amplia independencia otorgada y de la fijación de un objetivo claro de política, estos bancos centrales adoptaron una regla de política monetaria claramente revelada al mercado y con ello definieron la modalidad de su reacción frente a potenciales presiones inflacionarias.⁸ Además, implementaron mecanismos transparentes de toma de decisiones y exigentes prácticas de rendición de cuentas. Por otra parte, como componente fundamental del nuevo régimen monetario los bancos centrales han desarrollado cada vez mejores modelos de pronósticos de inflación, a fin de orientar de manera más adecuada las expectativas del mercado.

Concomitantemente, los bancos centrales de la región han modernizado el marco operacional de la política monetaria, particularmente en aquellos países que implantaron regímenes de IT. Esta modernización ha implicado la creación de un marco

coherente de política con base en el control de la liquidez bancaria, en el uso de la tasa de interés de corto plazo como principal instrumento de transmisión de la política monetaria,⁹ y en el establecimiento de reglas de política transparentes que envíen señales consistentes al mercado sobre la dirección de la política monetaria. Los bancos centrales utilizan dicha tasa de interés para señalar cambios en la dirección de la política monetaria vigente, de manera que, por ejemplo, ante presiones inflacionarias los bancos centrales incrementan esta tasa y viceversa. La adopción de estos cam-

⁸ En Brasil, la falta de una reforma a la ley del banco central fue suplida con legislación del ejecutivo para definir el objetivo de estabilidad de precios y entregarle independencia operacional al banco central en respaldo de la adopción del esquema de IT.

⁹ Como excepción en la región, México emplea una variable cantidad, la cual, al ser modificada, tiene un impacto inmediato sobre las tasas de interés de muy corto plazo del mercado.

bios operacionales busca aumentar la efectividad de la política monetaria al facilitar que las expectativas del mercado converjan hacia las metas de inflación definidas por el banco central.

IV. Cuáles son los desafíos de la banca central en América Latina

No obstante los logros anotados, los bancos centrales de América Latina enfrentan aún retos importantes. Por un lado, el objetivo prioritario asignado a los bancos centrales —de alcanzar la estabilidad de precios— aún no se ha cumplido, salvo en una minoría de países. Más aún, la evidencia muestra que no fue suficiente con reducir la inflación para restablecer la confianza de los mercados en la moneda nacional en varios de países de la región. Además, algunos bancos centrales deben consolidar su récord de consistencia en el tiempo en cuanto a la toma de decisiones de política monetaria a fin de apuntalar la credibilidad institucional. Por otro lado, el cumplimiento del objetivo de los bancos centrales enfrenta amenazas latentes que, en gran parte, exceden el ámbito de su acción, tales como las recurrentes crisis bancarias y la reaparición de crecientes déficit fiscales. Esta sección analiza estos retos y establece recomendaciones preliminares para enfrentarlos. La identificación de propuestas específicas, sin embargo, debería formar parte de la agenda de investigaciones de los bancos centrales en América Latina, así como de los organismos internacionales relacionados con el trabajo de la banca central en la región.

El reto de reducir la inflación hacia el nivel de los países industrializados

Si bien la inflación ha descendido a niveles de un dígito en promedio en

la región, sólo un tercio de los países de América Latina tuvo una inflación menor a 4% en promedio en el período 2002-2004. Mientras tanto, en casi la mitad de los países de la región —excluyendo aquellos que adoptaron el dólar como moneda de curso legal— la inflación superó el 8% en promedio en el mismo período (gráfico 2).¹⁰ En el año 2004, aunque hubo países que bajaron significativamente la inflación (Argentina, Brasil, Paraguay, Uruguay), también hubo otros, especialmente los centroamericanos, cuya tasa de inflación experimentó un marcado repunte.

Reducir la inflación por debajo de los niveles actuales es tarea crecientemente difícil ante la posibilidad de un potencial freno al crecimiento económico. Esta restricción es relevante porque la recuperación de la actividad económica es hoy en América Latina una prioridad de los gobiernos luego de tres décadas en las que el ingreso *per cápita* tuvo sólo un incremento mínimo. Tal situación tiende a poner presión sobre los bancos centrales para ejercer una conducción

más laxa de la política monetaria. Sin embargo, los bancos centrales de la región deben perseverar en sus políticas antiinflacionarias, buscando minimizar la “tasa de sacrificio”, defini-

En esta perspectiva, el fortalecimiento de la credibilidad de los bancos centrales es el ingrediente primordial para atenuar los costos de los procesos de desinflación, en la medida en que ello se refleja en menores tasas de interés.

nida como el potencial costo en producción asociado a la baja de la inflación. En esta perspectiva, el fortalecimiento de la credibilidad de los bancos centrales es el ingrediente primordial para atenuar los costos de los procesos de desinflación, en la medida en que ello se refleja en menores tasas de interés.

El restablecimiento de la confianza en la moneda doméstica

Éste es el reto estructural más difícil para aquellos países de América Latina que desean tener su propia moneda. Se trata de un legado de los años de elevada inflación en varios países, que ha provocado una pérdida de confianza en las monedas nacio-



¹⁰ Éste es el nivel de inflación que la literatura empírica reciente identifica como el umbral en el que se empiezan a generar costos en términos de crecimiento económico y, portanto, de bienestar. Ver Sarel (1996), quien ubica en 8% dicho umbral, y el trabajo más reciente de Khan y Senhadji (2000), referido sólo a países en desarrollo, que lo establecen en un rango entre 7% y 11%.

nales —especialmente como depósito de valor en el tiempo— y que por ahora se ha revertido sólo moderadamente. Para analizar este problema conviene dividir en dos el grupo de países de la región afectados por él. Aquellos que decidieron sacrificar su “independencia” monetaria al atarse en mayor o menor medida al dólar con el fin de reducir la inflación, y aquellos que no la han recuperado de

Sin duda, el uso del ancla cambiaria en estos países favoreció la reducción de la inflación, pero también es cierto que este régimen de política también ha generado costos. Por un lado, no contar con la tasa de cambio como amortiguador de los frecuentes choques exógenos que afectan a la región y, en general, la falta de un mecanismo de salida hacia una mayor flexibilidad cambiaria —

Sin duda, el uso del ancla cambiaria en estos países favoreció la reducción de la inflación, pero también es cierto que este régimen de política también ha generado costos.

que sea rápido y de bajo costo macroeconómico en caso de, por ejemplo, una aguda turbulencia financiera— ha sido un factor de vulnerabilidad para estas economías. Por otro lado, al no ser necesario contar con una política monetaria efectiva, se relegó a un lugar secundario el fortalecimiento

facto como secuela de períodos pasados de alta inflación y/o inestabilidad financiera.

En el primer grupo están principalmente algunos países centroamericanos. Al tratarse de economías muy abiertas y vinculadas comercialmente con Estados Unidos, estos países fueron adquiriendo crecientemente el dólar como medio de pago. Además, dado que la formación de precios en la economía proviene en gran medida de las variaciones en la tasa de cambio, los bancos centrales optaron por utilizar este último precio como ancla nominal para guiar las expectativas de inflación. En este entorno, la dolarización de los pasivos fue volviéndose cada vez más importante, al punto que hoy una depreciación real de las monedas locales frente al dólar tiende a afectar negativamente y de forma inmediata las obligaciones financieras de las personas, las empresas y el gobierno y, con ello, a amenazar la estabilidad del sistema financiero.¹¹

institucional de los bancos centrales y resultó innecesaria la tarea de ganar credibilidad frente al mercado.

Hacia adelante, los bancos centrales de este grupo de países deben evaluar la conveniencia de mantenerse dentro del régimen monetario actual. Esto implica poner sobre la balanza los beneficios de continuar con el ancla cambiaria — cuando casi todos estos países han logrado bajar la inflación a tasas de un dígito pero sin reducirla aún a la tasa internacional— frente a los potenciales costos que dicho régimen trae aparejado, particularmente derivados de los efectos de posibles choques exógenos desfavorables. Si la decisión es continuar con el régimen vigente, los bancos centrales requerirían, en principio, mantener un nivel de reservas internacionales más elevado que en un régimen de flexibilidad, a fin de asegurarle al mercado la estabilidad del tipo de cambio. Además, si bien la disciplina fiscal y la solidez del

sistema financiero son condiciones necesarias para el buen funcionamiento de cualquier régimen cambiario, contar con ellas —incluyendo niveles de capitalización de los bancos superiores a los que se requerirían de otra manera— es especialmente relevante en regímenes de tipo de cambio fijo o cuasi fijo debido al efecto macroeconómico devastador que provoca una salida desordenada de este esquema cambiario. Ésta es la lección que han dejado varios episodios de colapso de dichos regímenes cambiarios en medio de crisis fiscales o financieras, cuyos costos macroeconómicos han demostrado ser muy altos en todo el mundo.

Alternativamente, en caso de que estos países decidieran un cambio de régimen hacia un esquema de flexibilidad cambiaria, la transición debería ser gradual, dando tiempo para que los bancos centrales aprendan a hacer política monetaria y mejoren su entendimiento acerca de la transmisión de la misma hacia la economía real. Durante esta transición, estos bancos centrales tendrían que invertir en adquirir reputación y credibilidad respecto a su habilidad para observar sus metas monetarias o de inflación, objetivo que solamente se consigue a través del tiempo.

Por otro lado, están los países en que, no obstante haber reducido la inflación significativamente, incluso en algunos casos al nivel vigente en los países industrializados, los mercados conservan el recuerdo de los años de elevada inflación. Por tanto, perduran distorsiones macroeconómicas, en particular un alto grado de dolarización financiera y, en algunos casos, el llamado “peso problem”. La dolarización financiera en la región alcanza niveles que,

¹¹ Éste es el denominado problema de miedo a flotar o *fear of floating* (Calvo y Reinhart, 2002).

en algunos casos, bordean y hasta superan el 90% –como en Bolivia–, no obstante que paralelamente hubo una caída de la tasa de inflación, o que ésta ya se había reducido en el pasado (gráfico 3). Como consecuencia del alto grado de dolarización de las economías, los bancos centrales no han vencido por completo el temor a la flotación de la tasa de cambio. Se genera así un círculo vicioso en el que la falta de flexibilidad cambiaria –por temor a sus efectos en el sistema financiero– conduce a la toma de riesgos excesivos en divisas por parte de los agentes en el mercado, lo cual incrementa el nivel de dolarización, situación que, a su vez, agudiza el temor original a la flotación de la tasa de cambio.

Asimismo, el “peso problem” se manifiesta típicamente a través de tasas de interés reales altas en moneda nacional, como reflejo de una percepción del mercado de que existe un riesgo de devaluación brusca, aunque sea con una mínima probabilidad. En rigor, esta tasa de interés real alta también capta el “riesgo país” y el riesgo de crisis bancarias y, por tanto, se presenta típicamente no sólo luego de períodos de alta inflación, sino también ante situaciones de fragilidad fiscal y luego de episodios de crisis bancarias y cambiarias. La existencia de altas tasas de interés reales sigue siendo un hecho común en varios países de América Latina, particularmente en forma aguda en Brasil.

Corregir estas distorsiones va a llevar tiempo y, además, requiere del apoyo de los gobiernos. El fortalecimiento institucional contemplado en la reforma legal de los bancos centrales ha sido un gran paso en la dirección correcta. No obstante, estos bancos centrales deben perseverar en la consolidación de su reputación institucional sobre la base de mantener su autonomía operacional dentro de horizontes de decisión de largo plazo,

de reaccionar de manera consistente en la ejecución de la política monetaria, y de continuar rindiendo cuentas rigurosamente ante la sociedad y comunicándose en forma transparente con los mercados.

De forma complementaria, el fortalecimiento de medidas prudenciales sobre las instituciones financieras que operan en divisas es un elemento determinante para restablecer una política monetaria independiente, con base en la confianza en la moneda local y en la ausencia de miedo a flotar el tipo de cambio. El aumento de los requerimientos de capital a intermediarios financieros como contraparte de préstamos en dólares, o el establecimiento de primas de segu-

ro diferenciadas –dentro de sistemas de seguros de depósitos– que penalizan la captación de pasivos en divisas, son ejemplos de incentivos de carácter prudencial que promueven la desdolarización de los sistemas financieros y, por consiguiente, de las economías. En todo caso, los esfuerzos de desdolarización deben en lo posible ejecutarse en un entorno de consensos nacionales sobre aspectos fundamentales que permitan crear condiciones de estabilidad y crecimiento económico de los países en el largo plazo y que, como parte de esta viabilidad económica, devuelvan la confianza en las monedas locales.

El reto de preservar en el tiempo la consistencia de la política monetaria

El logro del objetivo de estabilidad de precios requiere disponer de

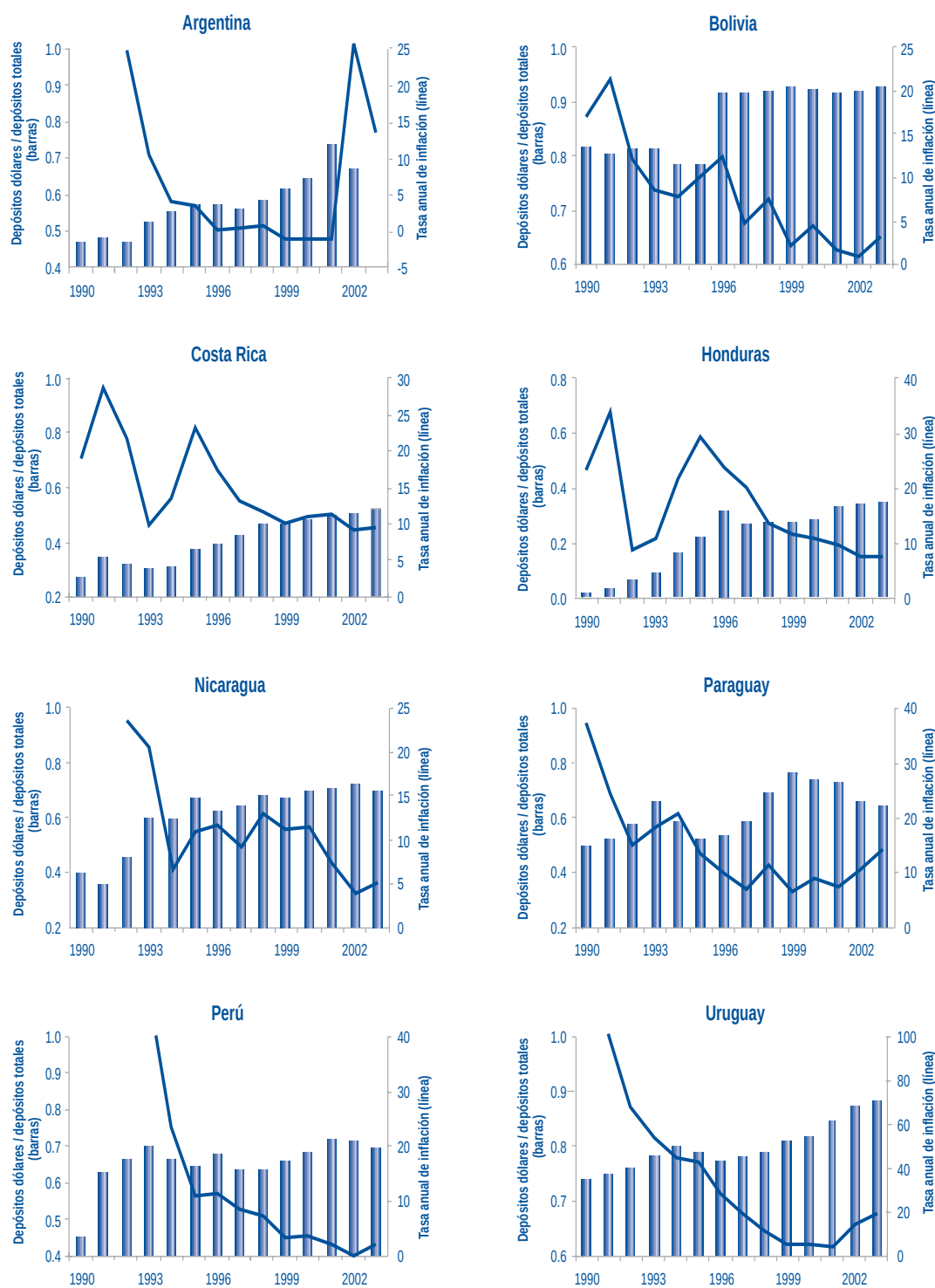
bancos centrales que cuenten con reputación y credibilidad, como condición necesaria para tener efectividad en la conducción de la política monetaria a lo largo del tiempo. Si a los mercados no les es posible anticipar y entender las decisiones de política del banco central, porque sus decisiones no son consistentes a lo largo del tiempo, la política monetaria resultará menos efectiva para bajar la infla-

A raíz de la reforma institucional de los bancos centrales, la inconsistencia temporal de la política monetaria se redujo sustancialmente en América Latina en la medida en que la influencia de la política en las decisiones del banco central fue en mayor parte erradicada.

ción y el “sesgo” inflacionario podría perpetuarse. Es decir, los esfuerzos de política monetaria dirigidos a bajar la inflación irán acompañados de tasas de interés –y, por tanto, de tasas de sacrificio– más altas que las que se requerirían en una situación en que el banco central es predecible y goza de credibilidad.

A raíz de la reforma institucional de los bancos centrales, la inconsistencia temporal de la política monetaria se redujo sustancialmente en América Latina en la medida en que la influencia de la política en las decisiones del banco central fue en mayor parte erradicada. Sin embargo, algunas inconsistencias continuaron ocurriendo en ciertos bancos centrales, esta vez como resultado de políticas que apuntaron al objetivo simultáneo de estabilidad de precios y de tipo de cambio. Esta dualidad devino, en ocasiones, en un conflicto entre los dos objetivos.

Gráfico 3
Inflación y dolarización financiera en América Latina



Fuente: De Nicolás *et al.* (2003) y Departamento del Hemisferio Occidental, FMI.

La reciente ola de flujos de capital desde el exterior y la correspondiente tendencia a la apreciación real de las monedas que han experimentado los países de América Latina pone a prueba la consistencia en el tiempo de las políticas de algunos bancos centrales. Éstos enfrentan el dilema de intervenir o no en el mercado para contener la apreciación real de la tasa de cambio, en circunstancias en las que los precios de los productos primarios, especialmente el petróleo, han aumentando, creando así una presión al alza en los costos de producción.

En la práctica, los bancos centrales de la región han seguido diferentes estrategias para enfrentar los ingresos netos de capital en 2004.¹² La mayoría de los bancos centrales de la región—Colombia, Guatemala y Perú son algunos ejemplos— ha seguido el camino de la intervención en el mercado de cambios, mostrando que el “miedo a la flotación” se ha convertido por ahora en “miedo a la apreciación”. Como consecuencia, las reservas internacionales y el saldo de las operaciones de mercado abierto han aumentado, lo cual ha provocado un impacto negativo en los estados financieros de los bancos centrales. Además, en algunos países la inflación se ha incrementado a causa del *shock* de costos. En cambio, en Brasil, Chile y México el banco central no intervino —o lo hizo limitadamente— y el tipo de cambio real se apreció moderadamente —excepto en México—, mientras que las reservas internacionales tuvieron un leve repunte.¹³ Además, los bancos centrales de estos países no han incurrido en mayores pérdidas cuasifiscales.

Ninguno de los dos tipos de respuestas adoptados por los bancos centrales está libre de costos, pero probablemente la intervención en el mercado de cambios genera más distorsiones, sobre todo en el largo plazo. Las intervenciones en el mercado de cambios por parte de los bancos cen-

trales no son un hecho anormal, incluso en el caso de los bancos centrales que operan dentro de un esquema de IT. Sin embargo, cuando las intervenciones son frecuentes y con montos significativos, indican el propósito de mantener estable el tipo de cambio, y no simplemente el deseo de mitigar su volatilidad —el propósito generalmente declara-

do. En este último caso, los bancos centrales estarían actuando con el objetivo de preservar la competitividad externa de la economía, objetivo que no está contemplado en sus cartas orgánicas. Además, en la actualidad la intervención en el mercado de cambios está en

contradicción con el objetivo de preservar la estabilidad de precios, dado que la apreciación de la tasa de cambio generalmente ayuda a mitigar las presiones inflacionarias. Por otro lado, la intervención con el fin de evitar la apreciación cambiaria es costosa desde un punto de vista institucional. Ella revela posibles debilidades en la autonomía efectiva de los bancos centrales frente a presiones ejercidas por los agentes económicos que pierden con la apreciación real. En el caso específico de bancos centrales que operan en regímenes de IT, dicha política tiende a debilitar la percepción del mercado sobre la consistencia en el tiempo de las políticas del banco central luego de varios años de invertir en reputación y credibilidad.

En el caso en que los bancos centrales no intervienen en el mercado de cambios, los costos se generan en la medida en que la apreciación real se materializa y la producción de los países se encarece. Sin embargo, la tendencia a la apre-

ciación de la moneda doméstica podría atenuarse si es que los bancos centrales permiten que las tasas de interés se ajusten a la baja hasta eliminar el diferencial con respecto a las tasas de interés internacionales. En todo caso, la pérdida de competitividad por razones cambiarias debería ser compensada me-

Las intervenciones en el mercado de cambios por parte de los bancos centrales no son un hecho anormal, incluso en el caso de los bancos centrales que operan dentro de un esquema de IT.

dante la adopción de reformas estructurales y con aumentos de productividad, y no a través de la política monetaria.

El impacto negativo de los ingresos masivos de capital desde el exterior observados en los últimos meses y su efecto en la tasa de cambio ponen de relieve la necesidad de que las economías de la región adopten reformas estructurales adicionales, particularmente en el mercado de trabajo. De esta manera, las economías de América Latina serían más resistentes al efecto adverso de los ingresos de capital y, en general, de los frecuentes choques exógenos que enfrentan los países de la región.

¹² Las intervenciones se han dado bajo la forma de compra directa de divisas en el mercado de cambios, así como de instrumentos financieros como operaciones *swap* y opciones.

¹³ En 2005 Brasil ha aumentado su intervención en el mercado de cambios.

Amenazas al objetivo de estabilidad de precios

Más allá del éxito que puedan lograr los bancos centrales de América Latina en vencer los desafíos anteriores, dicho éxito también depende de factores externos a su control.

Éstos tienen que ver principalmente con potenciales eventos de inestabilidad financiera —como los que golpearon en años anteriores a la región en un mundo de elevada y volátil movilidad de capital— y con un posible repunte de los déficit fiscales. Además, es muy importante el respeto efectivo que los gobiernos den a la institucionalidad de los bancos centrales.

En los últimos quince años las crisis bancarias han ocurrido en casi todos los países de la región con mayor o menor intensidad, en algunos casos de manera recurrente (Carstens *et. al*, 2004). Ellas fueron el factor principal de repunte de la inflación en varios países —revirtiendo así la tendencia iniciada a comienzos de la década—, además de provocar períodos de aguda contracción económica (gráfico 4). Estos costos se agregan a otros derivados del manejo de crisis sistémicas, que significaron daños a la disciplina de mercado (garantías generales de depósitos, reestructuraciones de deudas) y rompimiento de contratos con los acreedores de la banca (congelamientos y reprogramaciones del vencimiento de depósitos y otras obligaciones), que, en conjunto, provocaron desintermediación financiera y desaceleración en la entrega de crédito a la economía.

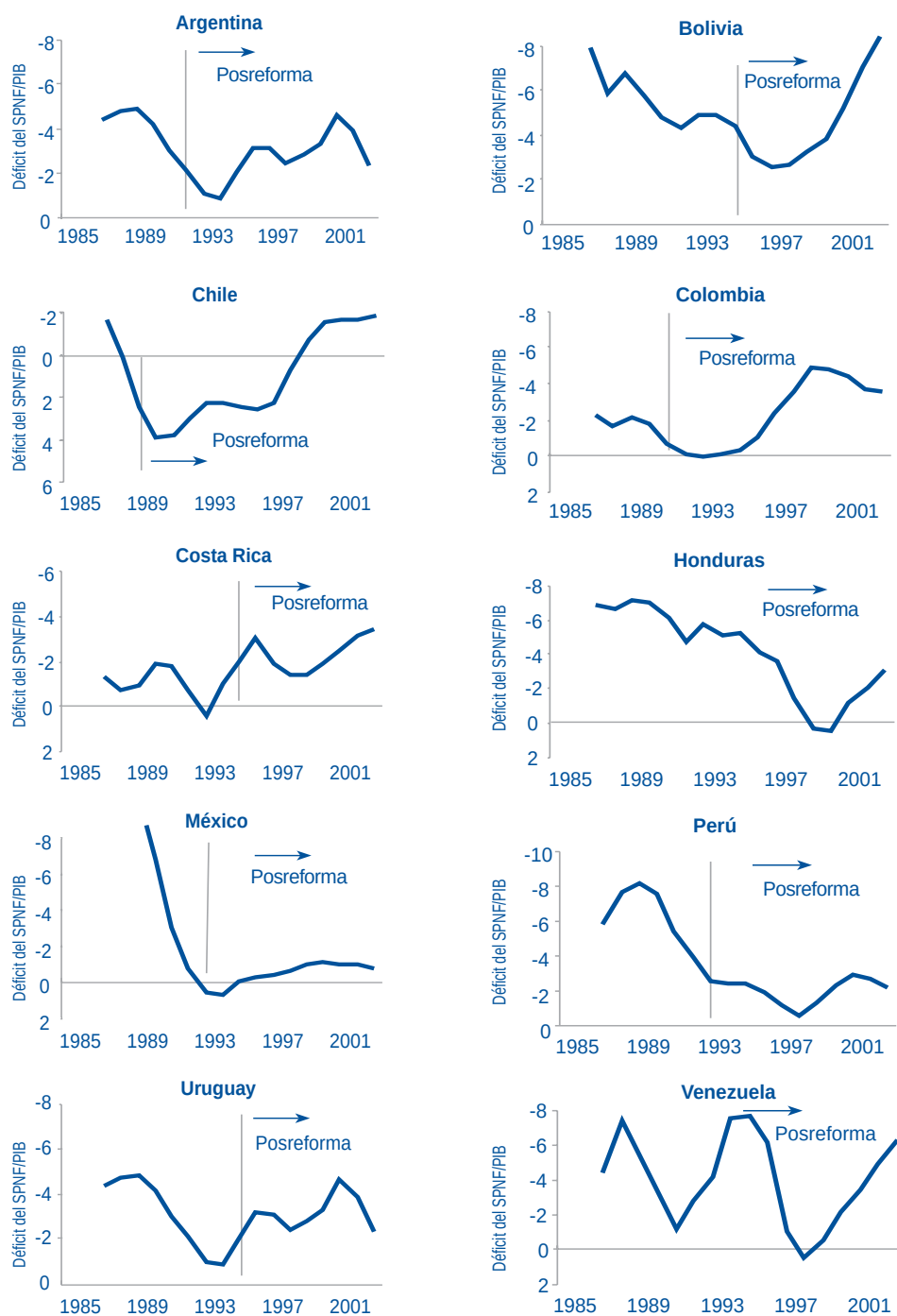
Por otro lado, preocupa el repunte de los desequilibrios fiscales en varios países de América Latina. Los gobiernos de la región habían reducido ya dichos desequilibrios con anticipación a la reforma de los bancos centrales como forma de eliminar la raíz de los

Gráfico 4
Crecimiento económico e inflación en América Latina. 1990-2003
(países que sufrieron crisis bancarias sistémicas)



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales, FMI.

Gráfico 5
Déficit del sector público no financiero en América Latina
(países seleccionados 1985-2003)

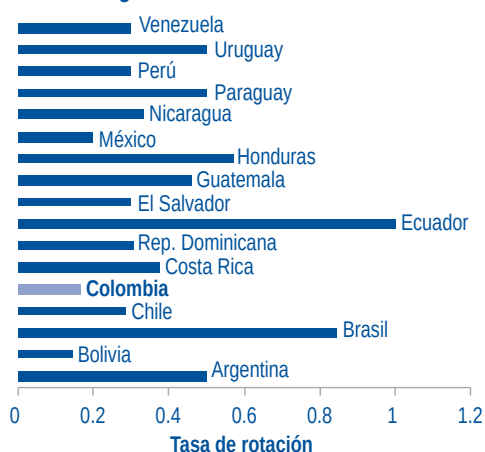


Fuente: Departamento del Hemisferio Occidental, FMI

procesos inflacionarios. Sin embargo, el déficit del Sector Público no Financiero –en relación con el PIB– ha vuelto a crecer en varios países luego de los primeros años de la reforma de los bancos centrales (gráfico 5). Aunque el financiamiento del gasto público por parte de los bancos centrales de la región se encuentra restringido, el incremento del endeudamiento público, por encima de un nivel ya alto en algunos países, podría empezar a incidir en el alza de las tasas de interés y del “riesgo país” de dichas economías. Estas distorsiones le restan grados de maniobra a la política monetaria, y hasta podrían volverse insostenibles, provocando crisis cambiarias, como en Brasil en 1999, y cambiaria y bancaria como en Argentina en 2002.

Por último, más allá de qué puedan hacer los bancos centrales por sí mismos para vencer los desafíos anteriores, es necesario que ellos cuenten con respaldo a su institucionalidad por parte de la sociedad y sus gobiernos, a fin de que los hechos hablen más que las palabras. Por ahora, el récord de inestabilidad de los gobernadores de los bancos

Gráfico 6
Rotación gobernadores de bancos centrales



centrales de la región hace pensar que, más allá de lo que está consagrado en la ley, las autoridades monetarias siguen siendo vulnerables a los vaivenes de la política en varios países, situación que deteriora la institucionalidad de esos bancos centrales. Utilizando la tasa de rotación de gobernadores de bancos centrales como una variable aproximada de la independencia efectiva del banco central,¹⁴ se encuentra que, luego de la reforma institucional en cada país –hasta 2003–, el promedio de dicho indicador alcanza un valor de 0.4 aproximadamente. En otras pa-

labras, un gobernador de banco central en América Latina permanece en el cargo alrededor de dos años y medio en promedio, es decir, menos que el período para el que fue nombrado, a diferencia de lo que ocurre en los países industrializados.¹⁵ Según este indicador, Bolivia, Colombia y México son los países que muestran mayor institucionalidad, mientras que Brasil y Ecuador son los que registran mayor inestabilidad (gráfico 6).¹⁶



¹⁴ La tasa de rotación de gobernadores se obtuvo dividiendo el número de gobernadores de bancos centrales por el número de años a partir de la reforma de la ley del banco central en cada país hasta 2003.

¹⁵ Por ejemplo, en Estados Unidos el actual gobernador de la Junta de Gobernadores del Sistema de la Reserva Federal ha estado en esa posición desde 1987, mientras que en el Banco de Canadá y el Banco de Inglaterra los últimos gobernadores han permanecido en funciones el tiempo para el que fueron nombrados (siete y diez años, respectivamente).

¹⁶ El cálculo para Ecuador corresponde al período 1992-1999 y para El Salvador el que va de 1991 a 2000, esto es, antes de la adopción del dólar como moneda en estos países. Para Brasil, República Dominicana y Guatemala se consideró la totalidad del período, esto es 1990-2003.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Bubula, A. y I. Ötker-Robe (2002), “The Evolution of Exchange Rate Regimes since 1990: Evidence from De Facto Policies,” IMF Working Paper 02/155, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Calvo, G. y C. Reinhart (2002), “Fear of Floating,” *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, No. 2, mayo, págs. 379-408.
- Carstens, A., D. Hardy, y C. Pazarbasioglu (2004), “Banking Crises in Latin America and the Political Economy of Financial Sector Policy”, Documento presentado en el seminario *Gobiernos y bancos: responsabilidades y límites*, Reuniones Anuales del Banco Interamericano para el Desarrollo, marzo, Lima, Perú.
- Cukierman, A. (1992), *Central Bank Strategy, Credibility, and Independence: Theory and Evidence*, The MIT Press, Cambridge, Mass.
- Jácome, L. y F. Vázquez (2005), “Is there any Link Between Legal Central Bank Independence and Inflation in Latin America and the Caribbean?”, IMF Working Paper 05/75, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Khan, M. y A. Senhadji, 2001, “Threshold Effects in the Relationship Between Inflation and Growth,” IMF Staff Papers, vol. 48, No. 1, págs. 1-21, Fondo Monetario Internacional, Washington.
- Sarel, M., 1996, “Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth,” *Staff Papers*, Fondo Monetario Internacional, marzo, págs. 199-215, vol. 43.

Las relaciones agente-principal y la ética empresarial

Andrés Langebaek Rueda*

Las relaciones entre ética y desempeño económico empezaron a ser redescubiertas o reconocidas hace apenas unas pocas décadas. Aunque de tiempo atrás las teorías sobre asignación de recursos han reconocido la importancia de la ley, en especial de los derechos de propiedad, en el desarrollo de un país¹ poco se mencionaba el tema de la ética. Es claro que en un mundo neoclásico no es necesaria la ética en la medida en que el supuesto de perfecta información elimina la posibilidad de conductas oportunistas. En estas circunstancias las transacciones se caracterizan por la existencia de los llamados “contratos completos” en los que en ningún momento hay incentivos para modificar las cláusulas del mismo.

A un nivel teórico, los trabajos de la nueva escuela institucional han puesto de manifiesto la inconveniencia del supuesto de información perfecta. A un nivel práctico, en el mundo real, no hay que ir muy lejos para darse cuenta de que la existencia misma de los llamados “sellos de cali-

dad” no es otra cosa que un mecanismo para reducir o eliminar esas asimetrías de información.

La situación es más compleja en otros mercados, especialmente en algunos de servicios, en los cuales no hay productos estandarizados y en los que las asimetrías que comentamos pueden durar lo suficiente como para generar resultados catastróficos.

Una relación propensa a las conductas oportunistas es la que se da en la administración de las empresas y los negocios. Bien sea por razones relacionadas con la dispersión de la propiedad, o por razones de motivación –los hijos de un emprendedor tienen intereses distintos a los de los fundadores–, con mucha frecuencia los propietarios de una empresa delegan su administración en un gerente. Como consecuencia de las asimetrías de información y de la discrecionalidad que de ella se deriva, los administradores pueden desviarse de los propósitos para los cuales han sido contratados. En el recuadro se presentan algunos de los síntomas de

malas prácticas en que pueden incurrir los administradores.

Las conductas anteriores pueden reducir el valor del capital de los inversionistas y generar una pérdida de confianza que termina por aumentar el riesgo de prestar o invertir en las empresas. Este problema, detectado por Spence y Zeckhauser² y denominado por Jensen y Meckling³ como el

* Andrés Langebaek Rueda, ejecutivo principal, Vicepresidencia de Estrategias de Desarrollo, Corporación Andina de Fomento.

¹ El argumento, conocido en la literatura como la tragedia de los comunes, señala que cuando la propiedad de un bien es compartida, los niveles de inversión serán inferiores a los óptimos en la medida en que los inversionistas no estarán dispuestos a invertir al no poder recibir sus frutos.

² Spence, M. and R. Zeckhauser (1971), “Insurance, information and individual action”, *American Economic Review* 61(2), págs. 380-387

³ Jensen M. C. y Meckling W.H. (1976), “The Theory of the Firm, Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, octubre.

Algunos síntomas de malas prácticas de los administradores

- Uso de activos de la sociedad en beneficio propio.
- Salarios o beneficios pensionales elevados sin conocimiento de los accionistas.
- Contratación de personal allegado y no idóneo.
- Utilización para fines propios de información de la empresa.
- Venta a la empresa de activos ineficientes por parte de miembros de la junta directiva o de altos ejecutivos.
- Operaciones con empresas vinculadas en términos no competitivos.

problema de agente-principal, fue reconocido por Adam Smith en la *Riqueza de las Naciones*:

Los directores de esas compañías son sin embargo administradores que trabajan con los dineros de otros y no los suyos; no se puede esperar que ellos tengan el mismo cuidado y ansiosa vigilancia que tienen sus propietarios... Negligencia y despilfarro prevalecerán, en mayor o menor grado, en este tipo de empresas.

¿Cómo se corrige el problema agente-principal?

La literatura distingue dos tipos de mecanismos para controlar los problemas de oportunismo que se pueden derivar en la relación agente-principal: mecanismos internos y mecanismos externos de control corporativo. Entre los mecanismos internos están las juntas directivas o directorios y sus comités y las asambleas de accionistas. Ante estas instancias los administradores deben hacer su rendición de cuentas. Por su parte, los mecanismos externos son la regulación (códigos de comercio, leyes del mercado de valores) y mecanismos de mercado como las Ofertas Públicas de Adquisición (OPA) y la selección natural que impone el mercado de bienes.

Los dos últimos mecanismos mencionados en el párrafo anterior ameritan un comentario más profundo. Es claro que las empresas con

prácticas como las que se describen en el recuadro tienen problemas de competitividad frente a sus competidoras, por lo cual el mercado –en un proceso de selección natural– procederá sacándolas del mercado. Si bien esta alternativa de control corporativo es probablemente la más común, se considera una solución extrema: se acaba la enfermedad pero fallece el paciente.

En relación con las OPA, es un mecanismo bastante importante de control corporativo, pero sólo aplica en determinadas circunstancias. El mecanismo opera así: aquellas empresas con malas prácticas reducen su rentabilidad y, si cotizan en bolsa, sus acciones pierden valor en el mercado. En estas circunstancias, es atractivo para inversionistas que tengan información sobre el potencial de la empresa ofrecer a los accionistas actuales la compra de las acciones con el propósito de tomar el control y remover a los administradores ineficientes. Este tipo de mecanismos es especialmente importante en países en los que la propiedad accionaria es poco concentrada (lo que permite a los nue-

vos inversionistas adquirir las acciones) y se facilita cuando un número importante de empresas cotiza en la bolsa de valores.

Una alternativa que permite fortalecer tanto los mecanismos externos como los internos es la autorregulación. Si las empresas son capaces de establecer y cumplir normas que garanticen al mercado la aplicación de procedimientos que aumenten la transparencia y la eficiencia de los administradores, se habrá dado un paso para mejorar la competitividad al generar confianza entre los inversionistas, reducir los niveles de riesgo y permitir el acceso de las empresas a recursos de capital en forma más económica. Estos mecanismos de transparencia deben incluir como mínimo la consulta a los accionistas en aspectos claves como la remuneración de los

La autorregulación para promover buenas prácticas de gobierno corporativo es una parte del tema más amplio de la “ética”, pues hacemos referencia a prácticas del fuero de las empresas que limitan su comportamiento y que trascienden el mandato legal.

ejecutivos, la obligación de declarar y gestionar las situaciones de conflictos de interés, reglas claras en relación con el uso particular por parte de los administradores de los activos de la sociedad, la realización de operaciones con partes vinculadas a precios de mercado y la citación oportuna e informada a asambleas y juntas directivas.

Sin lugar a dudas, la autorregulación para promover buenas prácticas de gobierno corporativo es una parte del tema más amplio de la “éti-

ca”, pues hacemos referencia a prácticas del fuero de las empresas que limitan su comportamiento y que trascienden el mandato legal.

Los economistas ortodoxos y la ética empresarial

La ética empresarial como mecanismo para evitar los problemas derivados del oportunismo no es patrimonio de los economistas de la nueva

empresa. Orientar esos activos a cualquier otro uso es estafar a los propietarios y no es ético. ... El puro seguimiento de la ley no elimina las responsabilidades éticas de la empresa. Muchas cosas requeridas por la ética no son requeridas por la ley.⁵

Instrumentos para la autorregulación

Como consecuencia de los escándalos de Enron y Parmalat en Estados Unidos –y de sus equivalentes en muchos países–, existe un renovado interés por parte de algunas empresas de instaurar prácticas que resuelvan el problema de agente-principal. La emisión de códigos de gobierno corporativo es la tendencia más importante. Ésta puede hacerse a nivel individual (cada empresa tendrá su

La emisión de códigos de gobierno corporativo es la tendencia más importante. Ésta puede hacerse a nivel individual (cada empresa tendrá su código) o a través de códigos marco nacionales o regionales a los cuales las empresas adhieren en forma voluntaria.

escuela institucional. No sólo Adam Smith habló de ella, Milton Friedman señaló al respecto:

En un sistema de libre empresa y de propiedad privada, un ejecutivo es el empleado de los dueños de la empresa. Él tiene responsabilidad directa hacia sus empleadores. Esa responsabilidad implica conducir el negocio de acuerdo con sus deseos, que en general serán de hacer la mayor cantidad de dinero posible, teniendo en cuenta las reglas básicas de la sociedad, bien sea que estén reflejadas en el derecho o las prácticas éticas.⁴

En una separata reciente sobre responsabilidad social del empresario, *The Economist* afirma al respecto:

El punto crucial es que los administradores no son dueños de los negocios que administran. Son empleados por los dueños de las empresas para maximizar el valor de largo plazo de los activos de la

código) o a través de códigos marco nacionales o regionales a los cuales las empresas adhieren en forma voluntaria. Bajo el primer esquema cada empresa redacta y publicita sus buenas prácticas de gobierno corporativo. Bajo el segundo los gobiernos o asociaciones emiten códigos cuya redacción no puede ser modificada por las empresas, siendo potestad de éstas adherir a una u otra medida del código.

La tendencia mundial se orienta hacia la segunda alternativa, pues permite códigos más precisos y completos y reduce los costos de transacción. Cuando las empresas tienen total libertad para emitir sus códigos, pueden caer en la tentación de omitir los aspectos más relevantes o redactar medidas poco claras. Además resulta muy dispen-

dioso para los potenciales inversionistas hacer comparaciones de los códigos emitidos por diferentes empresas o verificar su real cumplimiento. La adhesión a códigos marco resulta más poderosa cuando se introduce el principio de “cumplir o explicar”. Por este mecanismo las empresas no tienen que acogerse a todas las medidas de un código, pero deberán explicar el porqué no lo hacen.

Los “Lineamientos para un Código Andino de gobierno corporativo”⁶ son un ejemplo de código regional que puede servir de guía para los empresarios de la región en la preparación de sus normas de autorregulación. El documento incluye hasta 51 medidas y más de un centenar de recomendaciones para reducir las prácticas oportunistas de los administradores.

A manera de conclusión

La autorregulación parece adquirir reconocimiento teórico y práctico como mecanismo para mejorar la competitividad de las empresas. Las experiencias de algunas bolsas de valores de la región –como la de Sao Pablo– demuestran que el mercado está interesado en premiar a las empresas que adopten estándares de transparencia y eficiencia en el uso de los recursos. El tema parece ser importante aun para los economistas más ortodoxos. 

⁴ Friedman Milton, “The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits”, *The New York Times*, Sunday Magazine, septiembre 13, 1970. Citado en De Michele Roberto, *Los códigos de ética en las empresas*, Granica, 1998, pág. 23.

⁵ *The Economist*, “The Good Company. A Survey of Corporate Social Responsibility”, enero de 2005.

⁶ El texto completo de los “Lineamientos” puede consultarse en www.caf.com/kemmerer.

Estrategias de inversión de la banca colombiana

¿colocar menos cartera para invertir en TES?

Romel Rodríguez Hernández¹

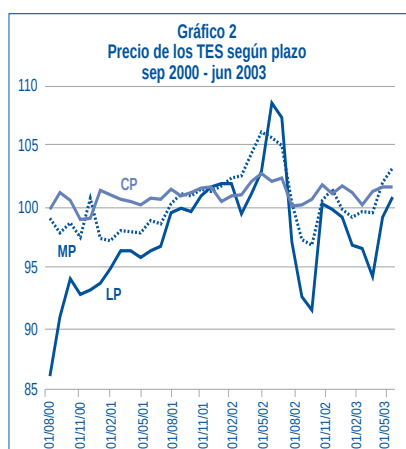
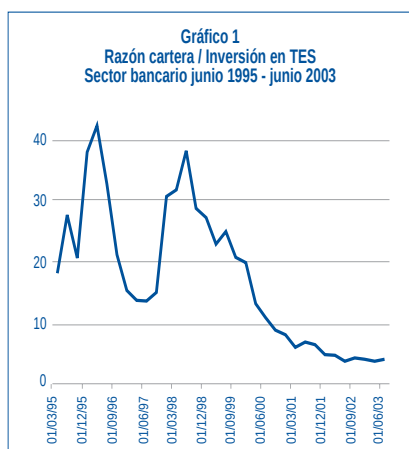
I. Introducción

El deterioro en la calidad de la cartera durante la crisis económica de 1998–1999, junto con el notable incremento en la oferta de TES (Títulos de Tesorería del Gobierno) en el mercado primario, fue aprovechado por la banca colombiana para cambiar su estrategia de inversión, sujeto a lo dispuesto por Basilea.² Los TES se convirtieron en la inversión con mayor crecimiento

de los bancos. Mientras que en marzo de 1995 había \$18.05 en cartera por cada peso invertido en renta fija, en junio de 2003 este indicador se reducía a \$4.04 (gráfico 1). Además, la mayor liquidez suministrada por el Banco de la República a la economía desde el primer trimestre de 2000 permitió la disminución de las tasas de interés, lo cual, sumado a la reducción en la inflación, aumentó la rentabilidad nominal y real de los TES, reflejada en su mayor precio de mer-

cado (gráfico 2). Lo anterior estimuló la demanda de TES ante la falta de opciones en montos transados, liquidez y rentabilidad (Arbeláez, Zuluaga y Guerra, 2002).

Sin embargo, el bajo crecimiento económico, un creciente déficit fiscal, el nerviosismo en los mercados emergentes luego del *default* de Argentina, y el rápido crecimiento de la deuda pública (entre 1995 y 2002 pasó de 21.9% a 53% del PIB) condu-



¹ Resumen de la Tesis del autor para la Maestría en Economía de la Universidad de los Andes. Analista Económico y de Riesgo de Mercado, Banco Granahorrar, y Profesor de Cátedra, Universidad de Los Andes – Universidad de La Salle. Se agradecen los comentarios de Andrés Escobar. Las opiniones expresadas son responsabilidad exclusiva del autor.

² El Acuerdo de Basilea de 1988 estableció requerimientos mínimos de capital que deben cubrir los bancos para cubrir el riesgo crediticio (8% del total de los activos ponderados por riesgo). Posteriormente, el Comité de Basilea en 2001 fortalece el marco regulatorio y de supervisión, al diseñar metodologías estadísticas para la óptima medición del riesgo de mercado y crediticio.

ieron a una crisis de confianza en el mercado de TES entre los meses de julio y octubre de 2002. Esto produjo una pérdida por valoración a precios de mercado en el sector bancario por inversiones en TES, bonos Yankees y el resto de la deuda pública cuyo nivel máximo fue de \$173.315 millones al 31 de agosto de 2002.³ Esta crisis de los TES replanteó la conveniencia por parte de los agentes del mercado de invertir en estos títulos.

Este trabajo estudia la estrategia de inversión de los bancos colombianos a partir de la Teoría de Portafolio, basada en tres pilares: a) la construcción de fronteras eficientes y su correspondiente análisis de retorno-riesgo; b) el uso de métodos paramétricos para modelar la distribución estadística de las pérdidas asociadas con la inversión en cartera o en TES; c) la construcción de modelos econométricos de heterocedasticidad condicional (Garch) que estiman la volatilidad de la inversión en TES.

El aporte de esta investigación es demostrar que la estrategia de los bancos de desplazar sus inversiones de cartera a TES es óptima sólo si son impuestas restricciones por parte de las entidades bancarias a través de sus tesorerías y sus unidades de riesgo de mercado al porcentaje de los activos que debe invertirse en cartera y TES, de acuerdo con el comportamiento estadístico de los retornos y las pérdidas de dichos activos durante el período 1995–2003.

II. Riesgo de mercado

1. Enfoque clásico

Los principales riesgos que enfrentan los bancos al invertir son dos: a) el riesgo de mercado, definido como la pérdida que puede sufrir el inversionista por disminuciones en el precio de los activos financieros como consecuencia de cambios

en las variables macroeconómicas, principalmente la tasa de interés y el tipo de cambio (De Lara, Op. Cit.); b) el riesgo crediticio, definido como la pérdida potencial por incumplimiento de la contraparte en el compromiso de pago adquirido con el banco.

El enfoque clásico⁴ desprecia el riesgo crediticio y basa el análisis de riesgo de mercado en la teoría de portafolios de Markowitz, la cual plantea la construcción de posibilidades de inversión que permitan obtener portafolios óptimos. Estos últimos se representan gráficamente a través de fronteras eficientes que muestran adecuadas combinaciones de rentabilidad-riesgo. A partir de las fronteras eficientes, el inversionista evalúa: a) retornos que obtiene para un mismo nivel de riesgo, procurando el máximo retorno; b) niveles de riesgo que obtiene para un mismo nivel de rentabilidad, procurando el riesgo mínimo. Esto último a través de la diversificación del portafolio, de manera que los esfuerzos del inversionista por tener el máximo retorno y el mínimo riesgo no se concentren sólo en un activo (Bodie y Merton, 1999).

La eficiencia del portafolio se mide bajo tres indicadores: a) Coeficiente de Sharpe (IS), que determina la razón rentabilidad/riesgo a lo largo de la frontera eficiente, teniendo en cuenta la tasa libre de riesgo R_f . Básicamente este indicador establece la recompensa en términos de retorno por cada unidad de riesgo adicional de los activos que conforman el portafolio; b) *Tracking Error* (TE), que calcula el riesgo incremental de alejarse de un portafolio de referencia o Benchmark⁵; c) la razón de información (IR), que indica el retorno incremental obtenido por el inversionista al posicionarse en un portafolio diferente al Benchmark (Johnson, 2000). Para la determinación de la pérdida esperada de los portafolios óptimos construidos

bajo la Teoría de Markowitz se calcula su VAR, mediante la matriz de varianza-covarianza de los rendimientos de cada activo. Ello se realiza considerando los efectos de la diversificación a través de las correlaciones entre los rendimientos de los activos que conforman el portafolio.

2. Enfoque VAR – ETL

El enfoque del Valor en Riesgo (VAR-ETL) implementado por el Banco JP Morgan (Elizondo, 2003 y De Lara, 2001) permitió una mejor medición del riesgo de mercado al que se expone un portafolio de inversiones. Ello se logra al estimar el nivel mínimo de pérdida que podría registrar en un intervalo de tiempo en el peor de los escenarios. Este escenario se construye suponiendo una distribución estadística de las pérdidas y ganancias que pudiera presen-

³ Durante este episodio, la Superintendencia Bancaria mediante las circulares 033 y 037 de agosto de 2002 decidió reclasificar las inversiones en tres grupos: negociables, disponibles para la venta y hasta el vencimiento, valorándose sólo las primeras a precios de mercado. Ello hizo que en septiembre y octubre de 2002, las pérdidas en TES por valoración se redujeran al disminuir los bancos su porcentaje de inversiones contabilizadas como negociables.

⁴ El análisis teórico de portafolios se inició en la posguerra con los trabajos de Markowitz (1952), quien introdujo el criterio media – varianza para la selección de carteras, Sharpe (1964), con el desarrollo del modelo CAPM, y Merton (1973), con la construcción de una frontera eficiente que permita establecer los niveles de riesgo asociados con un determinado nivel de rentabilidad.

⁵ El Benchmark se caracteriza por incorporar las restricciones vigentes para el inversionista, capturando los riesgos a los que se exponen los bancos por establecer niveles mínimos o máximos en la participación de uno o más activos en el portafolio o en la suma de participaciones de dos o más de ellos.

tar un activo por disminuciones o aumentos en su precio respectivamente.

Bajo el enfoque VAR-ETL, se considera en forma individual la variación logarítmica en el precio de cada componente del portafolio para un día, de manera que variaciones

culan el VAR y el ETL, asumiendo una distribución estadística normal de las pérdidas, en donde el promedio es cero y la varianza de las pérdidas permanece constante para el horizonte analizado. Esto subestima las pérdidas cuando éstas presentan valores alejados significativamente del promedio, en particular en períodos de alta turbulencia en los cuales los precios de los activos tienden a disminuir sensiblemente en corto tiempo, lo que sugiere asumir distribuciones estadísticas empleando la Teoría de Valores Extremos

(EVT).

Dowd (2002) y McNeil (1998) demuestran que el análisis bajo EVT aumenta el nivel de pérdidas que potencialmente un portafolio de inversiones puede tener con relación a una distribución normal, y sus resultados muestran que el margen de error para predecir la pérdida de un activo financiero por mayor volatilidad en su precio es menor que bajo el supuesto de una distribución normal.

Según Embrechts, Klüppelber, y Mikosch (1999), EVT⁶ es el enfoque más adecuado para el tratamiento de colas gruesas (*fat tails*), y escenarios de *stress-testing*.⁷

3. El riesgo de la cartera

La inversión en cartera está más expuesta a un riesgo crediticio que de mercado. La preocupación para el banco es evitar el deterioro de la calidad de la cartera (producido por el aumento de la cartera en mora). Con ese objetivo se hace un análisis y seguimiento a la capacidad de pago del deudor bajo dos enfoques (Elizondo, 2003).

En el primero se estima el riesgo crediticio de la cartera bajo un enfoque de suficiencia de capital y riesgo

de crédito y la concentración de la cartera a través del índice de Herfindahl–Hirshman, determinándose la relación entre el riesgo crediticio y el nivel de diversificación de la cartera. En el segundo se calcula el VAR de la cartera como el aumento de la pérdida esperada por las variaciones que sufre en respuesta a cambios en el monto prestado o en la probabilidad de incumplimiento del deudor.

4. Análisis de volatilidad. Modelos Garch.

Los rendimientos de los activos financieros como serie de tiempo son fuertemente volátiles. Por ello, para medir la evolución de su varianza y determinar su VAR se emplean los modelos Arch y Garch. Estos métodos econométricos miden la volatilidad en el precio de mercado que todo activo financiero de renta fija o variable presente en el período analizado, dándole mayor importancia a las observaciones recientes. La limitante que tienen estos modelos es que se necesita un mínimo nivel de datos (228 observaciones para un CL del 99%). Además, sólo miden riesgo de mercado. Estas razones condujeron a utilizar los modelos Garch para medir el riesgo de mercado de los TES y los bonos Global.

⁶ El enfoque EVT maneja tres distribuciones: Gumbel, Frechet y generalizada de Pareto. Por su mayor robustez en los resultados, en este artículo sólo se consideran los resultados obtenidos con la distribución de Frechet para el enfoque bajo EVT de los TES, y con la distribución de Gumbel, para medición del riesgo de la cartera.

⁷ Ejercicio hecho por el analista de riesgo de mercado donde se incrementa la ponderación de los eventos extremos negativos, creando escenarios adversos históricos y su efecto en el comportamiento del valor de mercado del portafolio de inversiones.

Este trabajo estudia la estrategia de inversión de los bancos colombianos a partir de la Teoría de Portafolio.

negativas se asocian a las pérdidas que sufre el inversionista por disminución en el precio del activo. El análisis de riesgo se sustenta en dos medidas: Valor en Riesgo, VAR, y valor esperado por pérdida en la cola (ETL). El VAR se refiere al mínimo monto que puede perderse al invertir en un activo para un determinado horizonte de tiempo (HP) en el 1%–5% peor de los escenarios. Se considera un nivel específico de confianza estadística (CL) entre el 95% y el 99%, que básicamente determina cada cuantos días se causaría el VAR.

Si el CL es 95%, para datos diarios, significa que cinco de cada cien días, equivalente a uno de cada veinte, se espera se cause el VAR calculado por el analista de riesgo de mercado para la inversión correspondiente. El ETL se define como la pérdida esperada asumiendo que se produzca una pérdida mayor al VAR. La estimación de estas dos medidas se hace bajo dos métodos: paramétricos y no paramétricos. Los métodos no paramétricos se basan en la construcción empírica de la distribución estadística de las pérdidas del activo según su comportamiento histórico. Los métodos paramétricos cal-

III. Metodología

Considerando dos períodos (enero 1995–diciembre 1998 y marzo 1999–junio 2003), se contrastaron las decisiones de inversión de los bancos antes y después de la crisis económica de 1998–1999.

Se analizaron las rentabilidades con periodicidad diaria y mensual de tres activos financieros: cartera, TES y bonos Global.⁸ La cartera bancaria se desagregó en tres componentes: consumo, comercial e hipotecaria. En cuanto a los TES, se consideraron para los cálculos las emisiones hechas por el gobierno y transadas en el Sistema Electrónico de Negociación (SEN). Para los bonos Global, se consideraron dos emisiones con vencimiento en 2007 y 2011 por su mayor bursatilidad. El ejercicio realizado consiste en: a) determinar el portafolio óptimo de inversiones de los bancos, la frontera eficiente para cada portafolio, su respectivo VAR, y sus niveles de eficiencia; b) análisis de riesgo de mercado de los TES y los bonos Global; c) el análisis de riesgo crediticio de la cartera colocada por los bancos; d) análisis de volatilidad de los TES y los bonos Global.

1. Portafolios óptimos

En el cuadro 1 se resumen los portafolios Benchmark construidos, sus componentes, el retorno y riesgo asociado a cada uno, y su IS, tomando como tasa libre de riesgo la tasa efectiva anual de las letras del Tesoro Norteamericano emitidas a un año. Los resultados obtenidos permiten concluir que los rendimientos del Benchmark se sitúan sensiblemente por encima de la tasa libre de riesgo, y que con posterioridad a 1998, los portafolios son menos rentables y menos riesgosos.

El análisis de sensibilidad para el portafolio 1 (cuadro 2) señala que la cartera es el activo de mayor participación, en procura de la maximización del rendimiento del portafolio. El IS del portafolio 1 muestra que su retorno por alejarse del Benchmark es mayor en la medida en que se aumenta la inversión en cartera y se reduce la inversión en TES. De acuerdo con el IR, en el portafolio 1 se obtiene un mayor retorno incremental por alejarse del Benchmark, teniendo en cuenta el riesgo asociado a ello, en portafolios cuya participación de la cartera no excede el 73%. No obstante, el VAR del portafolio 1 indica un mayor valor

esperado de la pérdida mínima si se incrementa la participación de la cartera. Lo anterior, dado el bajo nivel de provisión de ésta antes de la crisis financiera de 1998–1999 por parte de los bancos, sustenta las dificultades de liquidez que éstos afrontaron y el cambio de su política de inversiones, aumentando aquellas en TES.

Para el caso del Benchmark, la cartera y los TES disminuyen su rentabilidad; esta disminución es consecuencia del menor nivel de las tasas de interés domésticas con posterioridad a 1998. La reducción es mayor en la cartera como resultado de su mayor nivel de provisión, a pesar de que los niveles de riesgo para ambos activos son similares. La correlación negativa entre cartera y TES evidencia un aumento de las inversiones en TES a partir de la menor colocación de cartera, haciendo menos riesgoso el portafolio 2 respecto al portafolio 1.

El análisis de sensibilidad del portafolio 2 (cuadro 3) señala que si bien mayores niveles de cartera inducen un mayor nivel de rentabilidad, el VAR

⁸Emisiones de deuda soberana hechas por Colombia y colocadas en el exterior.

Cuadro 1
Portafolios construidos

Portafolio	Período	Activos	Composición Portafolio Benchmark	Retorno		Riesgo		IS
1	1996 – 1998	Cartera	Cartera: 58.9%	Portafolio	15.5%	Portafolio	2.6%	4.2
		TES de corto y mediano plazo	TES: 41.1%	Cartera	19.3%	Cartera	4.6%	
				TES	10.0%	TES	3.7%	
2	1999 – 2003	Cartera	Cartera: 75.24%	Portafolio	9.6%	Portafolio	1.5%	4
		TES de corto y mediano plazo	TES: 24.76%	Cartera	10.7%	Cartera	2.1%	
				TES	6.2%	TES	2.1%	
3	2000 – 2003	Cartera	Cartera: 71.5%	Portafolio	9.3%	Portafolio	1.3%	4.6
		TES de corto, mediano y largo plazo	TES: 28.5%	Cartera	10.2%	Cartera	1.8%	
		Bonos Global		TES	6.9%	TES	1.5%	

Cuadro 2
Análisis de sensibilidad del portafolio 1

Participaciones Cartera	TES	Indicadores Retorno	Riesgo	IS	TE	RI	VAR*
17.8%	82.2%	11.7%	2.0%	5.8	0.08	1.5	0.46
36.1%	63.9%	13.4%	2.1%	6.5	0.04	3.0	0.49
54.3%	45.7%	15.1%	2.2%	6.7	0.01	17.0	0.58
72.6%	27.4%	16.8%	2.5%	6.7	0.03	6.3	0.72
90.9%	9.1%	18.5%	2.9%	6.5	0.06	3.0	0.93

* Por cada \$100 invertidos en el portafolio construido.

Cuadro 3
Análisis de sensibilidad del portafolio 2

Participaciones Cartera	TES	Indicadores Retorno	Riesgo	IS	TE	RI	VAR*
50.5%	49.5%	8.5%	1.1%	8.0	0.06	1.4	0.13
61.5%	38.5%	9.0%	1.1%	7.9	0.03	2.6	0.15
72.5%	27.5%	9.5%	1.3%	7.2	0.01	14.0	0.20
83.5%	16.5%	10.0%	1.6%	6.3	0.02	4.9	0.27
94.5%	5.5%	10.5%	1.9%	5.6	0.05	2.2	0.41

* Por cada \$100 invertidos en el portafolio construido.

Cuadro 4
Análisis de sensibilidad del portafolio 3

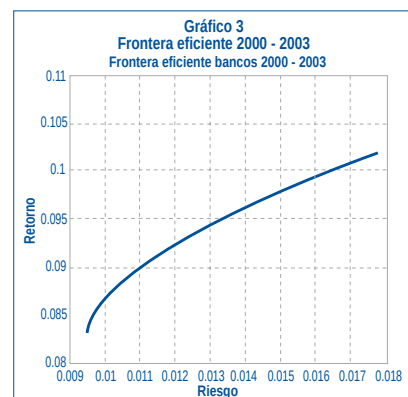
Participaciones Cartera	TES	Indicadores Retorno	Riesgo	IS	TE	RI	VAR*
43.1%	56.9%	8.3%	1.0%	8.7	0.05	1.6	0.10
55.7%	44.3%	8.7%	1.0%	8.6	0.02	5.0	0.15
68.4%	31.6%	9.2%	1.2%	7.9	0.01	15.8	0.15
81.0%	19.0%	9.6%	1.4%	6.9	0.03	3.3	0.22
93.7%	6.3%	10.0%	1.6%	6.1	0.04	2.5	0.31

* Por cada \$100 invertidos en el portafolio construido.

se reduce como consecuencia del menor riesgo observado en los retornos de TES y de cartera. Según el TE, el riesgo incremental por alejarse del Benchmark sigue siendo bajo y relativamente similar para diferentes composiciones del portafolio, con la particularidad de que el IS y el IR evidencian retornos incrementales por alejarse del Benchmark para participaciones de la cartera superiores al 78%, lo cual conduce a un mayor VAR.

Para el portafolio 3 (cuadro 4) se presenta una mayor correlación negativa entre cartera y TES, lo cual

fortalece su relación de sustitución a favor de los TES. El IS y el TE indican un mayor retorno incremental por alejarse del Benchmark, en portafolios con participaciones en cartera superiores al 68%. El riesgo incremental asociado por distanciarse del Benchmark es mayor en portafolios en los cuales la cartera tiene una participación mayor al 81%, y menor en portafolios con mayor concentración en TES, lo cual reduce el VAR del portafolio. Ello, con la particularidad de que en el portafolio de TES se incluyen los



TES de largo plazo, sin afectar los indicadores de eficiencia y riesgo de la frontera eficiente calculada (gráfico 3).

Los resultados obtenidos para los tres portafolios justifican la conducta de los bancos, que han disminuido la participación de la cartera en sus activos financieros, obteniendo un portafolio que renta menos y es menos riesgoso, de manera que permita reducir su VAR.

2. Riesgo de los TES

Los resultados obtenidos en la estimación del riesgo de mercado de los TES se presentan en los cuadros 5 y 6. Los TES de CP en el período 1995–1998, con una confianza del 95%, presentan una pérdida esperada mínima de \$6.06 por cada \$100 invertidos; bajo distribución normal, el aumento del 1% en la tasa de los TES de CP haría que uno de cada cincuenta días su precio bajara \$7.8 por cada \$100 invertidos y si la pérdida excediera el VAR, ésta sería de \$10.09.

Si se asume EVT, la pérdida aumenta significativamente. La pérdida al 98% (uno de cada cincuenta días) es de \$14 por \$100 invertidos, casi dos veces la experimentada bajo distribución normal. Con relación a los TES de MP, entre 1995 y 1998 se evidencia que su nivel de riesgo es inferior al de los TES de CP. Con 98% de confianza, cada cincuenta

Cuadro 5 Medidas de riesgo TES 1995 - 1998							Cuadro 6 Medidas de riesgo TES 1999 - 2003									
Medida	TES CP 1995 - 1998			TES MP 1995 - 1998			Medida	TES CP 1999 - 2003			TES MP 1999 - 2003			TES LP 1999 - 2003		
	HS	N	EVT	HS	N	EVT		HS	N	EVT	HS	N	EVT	HS	N	EVT
VAR 95%	6.1	6.3	10.4	4.5	4.7	7.9	VAR 95%	1.1	1.2	1.8	0.9	1.2	1.5	0.5	0.8	1.3
VAR 98%	8.9	7.8	14.1	6.9	5.9	10.5	VAR 98%	1.8	1.5	2.6	1.6	1.4	2.2	0.9	1.0	1.8
ETL 95%	8.5	7.8	15.3	6.5	5.9	9.8	ETL 95%	1.8	1.5	3.5	1.7	1.4	4.9	1.0	1.0	2.2
ETL 98%	10.4	9.2	20.9	8.1	6.9	13.0	ETL 98%	2.3	1.7	4.9	2.5	1.7	7.5	1.5	1.2	3.1
HS Simulación Histórica N Distribución Normal EVT Teoría de Valor Extremo							HS Simulación Histórica N Distribución Normal EVT Teoría de Valor Extremo									

días, asumiendo distribución normal, el VAR se sitúa en \$5.9, mientras que bajo EVT, el VAR es de \$13 por cada \$100 invertidos, aproximadamente dos veces el valor de dicha pérdida bajo distribución normal.

Considerando el período 1999-2003, se presenta una disminución de las pérdidas esperadas con relación al período 1995-1998. En los TES de CP, bajo EVT y para un CL del 95% (uno de cada veinte días), se pasó de una pérdida mínima de \$10.3 por cada \$100 invertidos en el período 1995-1998 a una de \$1.8 por cada \$100 invertidos para el período 1999-2003.

Sin embargo, es notoria la diferencia porcentual entre el VAR por distribución normal y aquel por EVT. Para un CL de 98%, uno de cada cincuenta días, se espera que la pérdida esperada de los TES de mediano plazo bajo EVT sea de \$2.2, mientras que el VAR bajo distribución normal es de \$1.4 por cada \$100 invertidos. Además, si la pérdida excediera el VAR, el ETL señala una pérdida esperada de \$7.5 bajo EVT y de \$1.7 bajo distribución normal, por cada \$100 invertidos, lo que muestra que pese a reducirse el VAR de los TES desde 1999, su riesgo de mercado sigue siendo alto en escenarios de alta volatilidad, y que la subestimación por asumir normalidad en la pérdida obtenida por invertir en TES se ha venido aumentando si se considera el VAR y el ETL bajo EVT en unidades de VAR

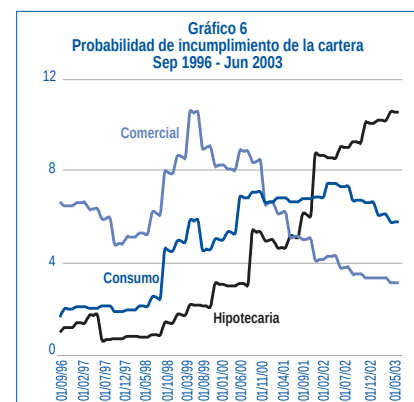
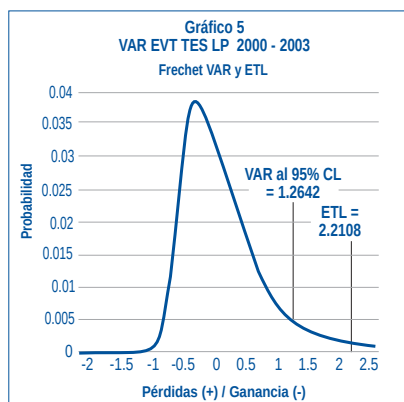
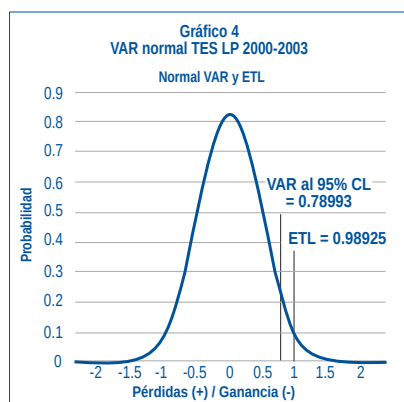
y ETL bajo el supuesto de normalidad.

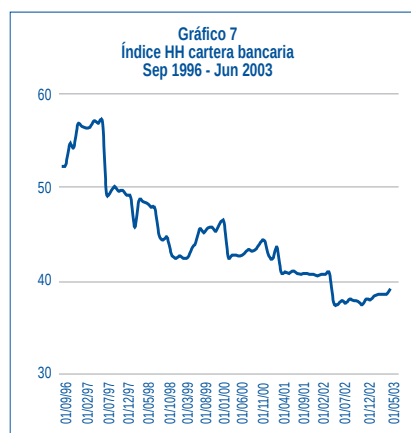
Los resultados de las estimaciones de los TES de largo plazo muestran las pérdidas esperadas más bajas. No obstante, con un CL del 98%, el VAR bajo EVT es de \$1.8, 80% superior al VAR para distribución normal (\$1 por cada \$100 invertidos). El ETL obtenido permite concluir que la pérdida potencial espera-

da bajo EVT es de \$3.1, tres veces la pérdida por distribución normal, lo que muestra que las pérdidas por precio en los TES de largo plazo, en escenarios extremos, son significativas (gráficos 4 -5).

3. Riesgo de la cartera

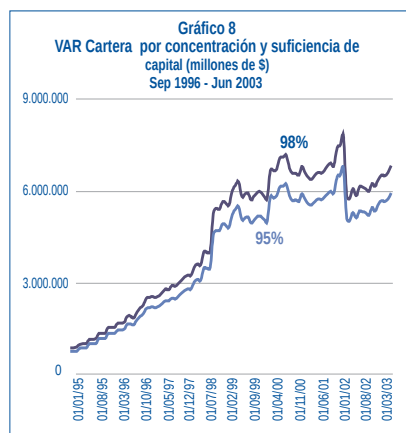
El comportamiento mensual de la cartera desde 1996 ha venido mostrando cambios en su composición, así como en la pérdida de incumplimiento relacionada con cada tipo de cartera: comercial, consumo e hipotecaria, siendo mayor en la última, a pesar de que la cartera de consumo es la más expuesta al riesgo crediticio. Por tanto, la probabilidad de no pago ha venido en aumento (gráfico 6), tanto a nivel general como por tipo de cartera colocada, lo cual explica el creciente nivel de riesgo crediticio de la cartera.





A pesar de que la cartera, de acuerdo con el índice de concentración HH, se ha diversificado más (gráfico 7), ello no redujo su riesgo crediticio. Mientras que en marzo de 1998 el VAR mensual de la cartera, calculado por concentración y suficiencia de capital, equivalía al 10% de la cartera colocada, a junio de 2003 se situaba en el 18%, manteniendo una tendencia ascendente (gráfico 8). Este último resultado se explica por la mayor probabilidad de incumplimiento de la cartera hipotecaria. Dicho porcentaje corresponde al valor que debería haber provisionado la banca por colocar cartera y es alto si se tiene en cuenta que el riesgo crediticio de los TES por normatividad legal es cero.

Calculando el VAR de la cartera a partir del aumento en la probabilidad de incumplimiento de la contraparte y considerando el nivel de provisión y el monto de la cartera garantizada (cuadro 7), en el período enero 1995-



diciembre 1998, con un CL del 95%, sería de 8.32%, y por EVT sería de 9.96%. Este menor VAR respecto al primer enfoque muestra la importancia que tiene la provisión y el colateral solicitado a la contraparte para reducir las pérdidas que potencialmente una entidad bancaria tendría por colocar cartera.

Para el período enero 1999-junio 2003, al 95% de CL, se percibe un mayor nivel de riesgo en la cartera, al ser de \$8.92 bajo distribución normal y de \$10.21 bajo EVT. El VAR por EVT en los dos períodos analizados se mantiene en 20% aproximadamente, por encima del VAR bajo distribución normal. Esto indica un mayor riesgo crediticio cuando se consideran escenarios de mayor probabilidad de incumplimiento y de incremento en el valor de la pérdida esperada, los cuales bajo el supuesto de normalidad subestiman el VAR de cartera. Dado que la distribución normal es la que emplean

los bancos, éstos deberían incrementar en 20% el valor de la provisión de cartera, si se asume que tal incremento es equivalente a la diferencia entre el VAR por ETL y el VAR bajo normalidad. Dado que esta mayor provisión afectaría la liquidez de los bancos, se

desestimula la colocación de cartera al ser más riesgosa y menos rentable, induciendo a una mayor inversión en TES por parte de los mismos bancos.

La volatilidad de los TES

Con base en modelos Garch se determina el VAR dinámico para TES y Global. En el período 1995-1998 sólo se consideraron TES de corto y mediano plazo. En los de corto plazo se dio una volatilidad moderada debido a su baja demanda y poca colocación, lo cual se refleja en variaciones poco significativas en los precios de los TES.

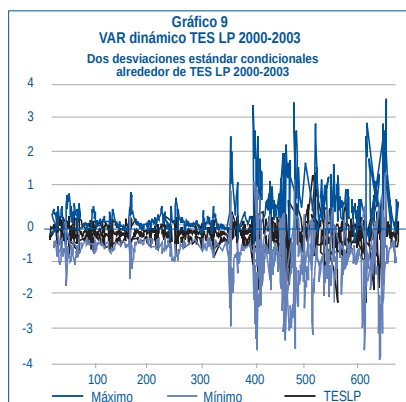
Para el período marzo 1999-junio 2003, los TES de corto plazo se caracterizaron por presentar en sus rendimientos diarios una mayor volatilidad durante la primera mitad de la etapa analizada, lo cual se asocia a la drástica reducción que experimentaron las tasas de interés. Posteriormente, la estabilidad de las tasas de interés de corto plazo condujo a una reducción en su volatilidad, siendo la menor con relación a los demás plazos de los TES. De esta manera, la pérdida potencial por volatilidad del precio en estos TES por cada \$100 invertidos, que en 1998 era de \$6, fue de sólo \$2 en junio de 2003.

En los TES de mediano plazo, en el período 1995-1998, se evidencia una volatilidad moderada pero más alta que en el caso de los TES de corto plazo, y con tendencia ascendente. Ello evidencia mayores variaciones en el precio y refleja el alto nivel en las tasas de interés al finalizar la década del noventa.

En el período 1999-2003 la volatilidad de los TES no converge en el largo plazo. Esto significa que, en un escenario de fuertes variaciones en los precios, la volatilidad sobrepasa su nivel histórico, lo que se refleja en un mayor VAR y en un aumento de la pérdida esperada por mayores inversiones en TES de me-

Cuadro 7
Medidas de riesgo cartera 1995 - 2003

Medida	Cartera 1995 - 1998			Cartera 1999 - 2003		
	HS	N	EVT	HS	N	EVT
VAR 95%	1.2	8.3	10.0	8.2	8.9	10.2
VAR 98%	3.6	11.4	15.3	13.2	11.3	14.5
ETL 95%	5.9	11.4	15.8	13.5	11.4	14.8
ETL 98%	12.9	14.1	21.1	14.3	13.5	19.0
HS Simulación Histórica						
N Distribución Normal						
EVT Teoría de Valor Extremo						



diano plazo. La mayor volatilidad se presenta en los años 1999 y 2000. Posteriormente, hasta el primer semestre de 2002, el rendimiento de estos activos se mantuvo estable. A partir de entonces, la volatilidad se incrementó debido a la mayor colocación de títulos de mediano plazo por parte del gobierno, en razón de su mayor demanda debido a la crisis de los TES de junio de 2002, que desestimuló las altas inversiones en títulos de largo plazo.

Los TES LP presentan la mayor volatilidad dinámica (gráfico 9), lo cual contrasta con el análisis del VAR Estático. Resultan ser los TES LP un activo más riesgoso, en especial para la segunda mitad del período analizado, cuando éste absorbe la crisis del mercado de deuda pública. Con posterioridad a este suceso, los TES LP han mantenido una volatilidad mayor a la que se presentaba con anterioridad a éste, reflejo de una mayor aversión al riesgo por invertir a mayor plazo en el mercado secundario de la deuda pública, y señal de que el patrón de volatilidad se alteró luego de la crisis, aumentando su VAR.

Conclusiones

El trabajo evidencia que la estrategia de los bancos con relación a sus inversiones es óptima en la medida en que reduce el VAR de éstas. Portafolios concentrados en cartera

son más rentables que aquellos en TES, con una mayor eficiencia al obtener un retorno adicional por cada unidad incremental de riesgo, bajo la imposición de restricciones por parte de los bancos en la participación de ambos activos. Sin embargo, en aquellos portafolios en los cuales se incrementó progresivamente la participación de la cartera se obtuvo un mayor VAR, por lo cual la decisión de los bancos de reducir su colocación de cartera es básicamente en procura de reducir su nivel de riesgo, a pesar de que ello haya implicado una menor rentabilidad de sus inversiones y que se haya reducido la diferencia en la rentabilidad entre la cartera y los TES en 6% aproximadamente en el período 2000–2003 con respecto al período 1995–1998.

El análisis del riesgo crediticio de la cartera pone en evidencia un crecimiento en la pérdida esperada independientemente de su nivel de diversificación, hecho que se sustenta con mediciones de VAR y ETL, en donde el nivel de riesgo alto es mayor bajo escenarios de fuerte volatilidad en los cuales se incrementa la pérdida esperada por colocación de cartera y se aumenta la probabilidad de incumplimiento general para cada clase de cartera: hipotecaria, comercial y de consumo, siendo mayor en la primera. Además, el VAR bajo el supuesto de EVT es mayor en 20% al VAR bajo el supuesto de normalidad, lo que indica una subestimación de las pérdidas por parte de los bancos, para el análisis de riesgo crediticio, si es que éstos asumen este último supuesto para el comportamiento de los retornos y las pérdidas de la cartera colocada.

Con relación a los TES y a los bonos Global, su nivel de riesgo medido por el VAR ha disminuido entre 1999 y 2003 con relación al compor-

tamiento que venían presentando entre 1995 y 1998. Sin embargo, la subestimación del VAR bajo el supuesto de normalidad es mayor respecto al VAR bajo EVT, a la vez que se ha venido incrementando para el período 1999–2003 para los TES de corto y mediano plazo. Esto implica que así los TES hayan reducido su VAR en los últimos cuatro años, puede haber una subestimación de éste si se asume normalidad en el nivel de

Así los TES hayan reducido su VAR en los últimos cuatro años, puede haber una subestimación de éste si se supone normalidad en el nivel de las pérdidas.

las pérdidas. Esto podría estar evidenciando que los bancos están despreciando el nivel potencial de pérdidas que pueden obtener por invertir más en TES y reducir la colocación de cartera. Bajo EVT, los TES, independientemente de su plazo, presentan niveles potenciales de pérdida considerables, menores a los de la cartera, pero en períodos más cortos.

Por su parte, el empleo de modelos Garch evidencia una mayor volatilidad en los TES de mediano y largo plazo a partir de 2002, como consecuencia de la crisis del mercado de deuda pública que hizo más volátil el nivel de rendimientos y pérdidas diarios por inversión en TES, lo que implica un mayor VAR. Este comportamiento se mantiene al permanecer el nivel de riesgo de los TES por encima del que presentaban antes de la crisis de julio de 2002. Esto evidencia un cambio estructural y de largo plazo en la volatilidad de estos papeles y el mayor riesgo de mercado que han asumido los bancos al aumentar la partici-

pación de los TES sin establecer restricciones que determinen su nivel óptimo de inversión.

Por tanto, los TES no están exentos de sufrir en el futuro pérdidas de

mayor magnitud a las sufridas por los bancos en agosto de 2002. Ello como consecuencia de su estrategia actual de inversión de colocar menos cartera para invertir en TES,

que es óptima sólo si los bancos restringen la participación de cada activo según el criterio del VAR bajo los supuestos de normalidad y EVT. **INIF**

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Arbeláez, María: Zuluaga, Sandra y Guerra, María (2002), *El mercado de capitales colombiano en los noventa*, Alfaomega – Fedesarrollo 1, Bogotá.
- Arias, Andrés; Carrasquilla, Alberto y Galindo, Arturo (2002), *Efectos en bienestar de la represión financiera*, Documento CEDE, Universidad de los Andes, 02.
- Balzarotti, Verónica (1998), “Descalce de tasa: riesgo y capitales mínimos”, Documento de Trabajo del Banco Central de la República de Argentina, 117.
- Banco de la República (2004), *Tasas de colocación: tasa efectiva anual y monto en millones de pesos*. Disponible en: http://www.banrep.gov.co/economia/tasas_colo4.htm.
- Bergara, Mario y Licandro, José (2001). *Regulación prudencial y ciclos de crédito: un enfoque microeconómico*, Documentos de Trabajo del Banco Central del Uruguay.
- Bodie, Zvi y Merton, Robert (1999), *Finanzas*, Prentice Hall, México D. F.
- Bolsa de Valores de Colombia – Bolsa de Bogotá (1995 – 2003), Boletín Diario.
- Cadena, Héctor (2002), *Crisis financieras en Colombia: ¿qué se ha hecho?*, Crisis Financieras y Respuestas de Política (Compilador), Alfaomega-Fedesarrollo, Bogotá.
- Cárdenas, Patricia; Zapata, Alexander, y Guzmán, Carlos (2002), *La evolución del crédito en Colombia: comportamiento e interpretación*, *Apuntes de Banca y Finanzas No. 1*, Bogotá.
- Clavijo, Sergio (2002), Deuda pública cierta y contingente: el caso de Colombia, Borrador de Economía, No. 205, Banco de la República.
- Correa, Patricia (2001), “El papel de la Superintendencia Bancaria frente a la Banca Pública: ¿cuál es su responsabilidad?”, *Memorias de la segunda jornada académica “Política de salvamento de la banca pública”*, Contraloría General de la República, Imprenta Nacional, Bogotá, págs. 15-20.
- De Lara Haro, Alfonso (2001). *Medición y control de riesgos financieros*, Limusa. México D. F.
- Dowd, Kevin (2002), *An Introduction to Market Risk Measurement*, John Wiley & Sons, Chichester.
- Elizondo, Alan (2003), *Medición integral del riesgo crediticio*, Limusa, México D. F.
- Elton, Edwin y Gruber, Martín (1995), *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*, John Wiley & Sons, Nueva York.
- Embrechts, Paul, Klüppelber, C. y Mikosch T. (1999), *Modelling Extreme Events for Insurance and Finance*, Springer – Verlag, Berlín.
- Enders, Walter (1995), *Applied Econometric Time Series*, John Wiley & Sons, Nueva York.
- Escudé, Guillermo (1999), *El indicador de riesgo crediticio de Argentina, dentro de un enfoque de carteras de la exigencia de capital por riesgo crediticio*, Documentos de trabajo del Banco Central de la República Argentina, 8.
- Fernández, Viviana (2002), *Extreme Value Theory: Value at Risk and Returns Dependence Around the World*, Working Paper.
- Freixas, Xavier y Rochet, Jean Charles (1997), *Economía Bancaria*, Antoni Bosch, Barcelona.
- Grinblatt, Mark y Titman, Sherindan (2003). *Mercados financieros y estrategia empresarial*, Mc Graw Hill, Madrid.
- Hart, O. y Jaffee, D. (1974), “On the application of portfolio theory of depository financial intermediaries”, *Review of Economic Studies*, 41 (1), págs. 129-47.
- Johnson, Christian (2000), Métodos de evaluación de riesgo para portafolios de inversión, Documentos de Trabajo del Banco Central de Chile, 67.
- Jorion, Philippe (1997), *Valor en riesgo*, Limusa, México D. F.
- McNeil, Alexander (1998), *Calculating Quantile Risk Measures for Financial Return Series Using Extreme Value Theory*, mimeo, ETHZ Zentrum, Zurich.
- Madura, Jeff (2001). *Financial Markets and Institutions*, Thomson Learning, México D. F.
- Markowitz, Harry (1952), *Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments*, John Wiley & Sons Nueva York.
- Martínez Abascal, Eduardo y Guasch Ruiz, Jordi (2002), *Gestión de carteras de renta fija*, Mc Graw Hill, Madrid.
- Merton, Robert (1973), Theory of Rational Option Pricing, *Bell Journal of Economics and Management Science*, 4: págs. 141-183.
- Saunders, Anthony y Allen Linda (2002), *Measurement: New Approaches to Value at Risk and Other Paradigms*, John Wiley, Nueva York, pág. 319.
- Sharpe, W. F (1964), Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *Journal of Finance*, 19 (9), págs. 425 – 442.
- Superintendencia Bancaria de Colombia (2004), *Histórico Circulares Externas 1998-2004*. Disponible por web en: <http://www.superbancaria.gov.co/normas/boletines/circulares.htm>
- Superintendencia Bancaria de Colombia (1995 - 2002), Informe Financiero Semanal.

Comentarios al libro *El río* de Wade Davis

Por: Irene Clavijo y Sergio Clavijo



El pasado 20 de julio, *The National Geographic Channel* (NGeo) decidió celebrar también la independencia de Colombia con un especial sobre la vida de Wade Davis, el gran etnobotánico de Harvard y autor del interesantísimo libro *El río*.¹

Davis, de nacionalidad canadiense, tiene alma de científico y aventurero; es un gran conocedor y exponente de la riqueza ecológica y cultural de Colombia. Llegó por primera vez a nuestro país en 1974, cuando fue invitado a unirse a una expedición botánica que se proponía cruzar el golfo de Urabá para llegar a los bosques pluviales del Darién (pág. 12). Después de haberse recluido durante más de tres años en la selva amazónica y los Andes, recolectando plantas, hoy trabaja como explorador-en-residencia de la *National Geographic Society*. Los autores de esta nota sobre el libro *El río* hemos querido rendir un tributo a la pasión por la ciencia y la investigación del trío Schultes-Plowman-Davis, quienes nos han recreado en nuestras maravillas geográficas, y de esta forma hacer eco de la iniciativa del NGeo de celebrar nuestra fiesta patria.

Quizás lo más meritorio de *El río* es la versatilidad de su escrito: es científico y riguroso en la clasificación etnobotánica, pero al mismo tiempo se lee como una de esas apasionantes aventuras ecológicas

tan en boga, tipo *Eco-Challenge*. La versatilidad también trasciende el contenido, pues Nicolás Suescún, en su traducción al español, ha logrado darle ese toque vivencial que creíamos reservado tan sólo al traductor de García Márquez (Gregory Rabassa). Davis logra integrar varios temas antropológicos y socioeconómicos alrededor de un gran hilo conductor: los componentes químicos, los efectos culturales y la dinámica evolutiva de las plantas alucinógenas.

Pero claro, la obra de Davis descansa sobre los hombros de un gigante: el gran etnobotánico y su venerado mentor, el profesor Richard Evans Schultes (1925-2001), eminencia mundial en plantas alucinógenas, cuya clasificación de especies se compara hoy con la gran tarea que propuso en su época Alexander von Humboldt (1769-1859). Para los amantes de las culturas y la naturaleza, *El río* ofrece un recorrido detallado de los lugares más hermosos de Colombia, incluyendo sitios como el valle de Sibundoy, el golfo del Darién y el páramo húmedo de Sumapaz (la regadera de Bogotá).

Si lo dijera algún colombiano no especialista en el tema, sonaría a la típica exageración ignorante y parroquial: “[Colombia] es ecológica y geográficamente el país más variado de la tierra,” pero ésta

¹ La primera edición en Colombia la hizo el Banco de la República (El Áncora Editores, Bogotá, 2001) y su rápido éxito los llevó a una segunda edición en 2004. Actualmente está circulando una nueva edición del Fondo de Cultura Económica (Bogotá, 2004).

fue precisamente la gran conclusión de esos modernos exploradores de Harvard (pág.15). Así, el trío Schultes-Plowman-Davis terminó entrelazando sus vidas, primero alrededor del salón de clase, profesor-alumnos, y después en ese gran laboratorio de la biodiversidad que es el Amazonas y las cuencas andinas.

El que se interese por la botánica, las etnias y el chamanismo terminará embriagado con los acápites sobre las orquídeas (págs.55, 75, 554), la marihuana (págs.24, 30), la coca (capítulo xxiii), el peyote (págs. 69-89), los kogui (págs. 59-60) y el yajé (capítulo vi). Los antropólogos e historiadores todavía se ven cautivados por los “alucinantes” relatos sobre la Colombia que nos dejó el profesor Schultes, cuando vino por primera vez, hace ya más de medio siglo (1941). Desde su partida de ajedrez a orillas del río Putumayo, con el entonces mayor Rojas Pinilla (1942), hasta la Cruz de Boyacá que le concedió Belisario Betancur (1983), Schultes fue testigo de excepción de un gran cambio político en Colombia. Su agudeza antropológica y sociológica se alimentaban de su ser profundamente libertario y fundamentalmente apolítico.

La economía, aun sin dinero circulante en las zonas selváticas, permeaba todo y a estos etnobotánicos el tema no les era extraño. De hecho, Davis dedica todo un capítulo (xi) a la fascinante historia del caucho, mirado desde Brasil, pero pensado también para futuras explotaciones en Colombia. Inicialmente se trató de vincularlo a la

dinámica automotriz estadounidense y, posteriormente, como un elemento estratégico en la Segunda Guerra Mundial. Este tema, aparentemente tan distante de la botánica, resultó muy relevante para Schultes. Él colaboró en un proyecto para encontrar en la selva amazónica colombiana la especie de caucho *Hevea*, que resultó ser la más resistente para la manufactura de llantas. No deja de sorprendernos que aún hoy en día las llantas de los aviones se tengan que fabricar con caucho natural de esta especie, pues no existe ningún material derivado del petróleo que muestre una textura tan flexible y resistente como esa.

Sin embargo, todos estos temas tan apasionantes son, en realidad, una excusa para que Davis pudiera contarle a la humanidad la historia de otros dos hombres tan notables: la vida del profesor Schultes y la de su protegido estudiante Tim Plowman. La prematura muerte de este último (en 1989) impulsó a Davis a escribir *El río*. Para los pedagogos, cabe destacar que, en el fondo, se trata del relato de una estrecha relación entre alumno y profesor, alimentada por vivenciales experiencias, compartidas en lo más profundo de la selva. Todo eso se transforma en una perdurable amistad. En fin, *El río* da cuenta del apasionante mundo de la investigación y la exploración etnobotánica, pero también sobre cómo en esa interminable búsqueda se forjan lazos tan fuertes que obligan al espíritu literario a compartir tales experiencias con las nuevas generaciones.



Schultes, a la derecha, cuando estudiaba el uso del peyote entre los kiowas, en Oklahoma (1936).



R.E. Schultes, inhalando tabaco (1952).



Tim Plowman, Pogo, y Wade Davis (1974).

*El anti-paper: lo que todo investigador corteja en su alma
y nunca se atrevió a escribir*

“La relación entre las manchas solares y el crecimiento del PIB” (con eventuales ... aplicaciones al caso de Colombia)

Por: Anthony Nail*

Resumen: (Motivación general...) Por décadas se ha debatido si el PIB de Estados Unidos describe trayectorias asimilables a la distribución de las manchas solares (... no se ría; así ha ocurrido por décadas). En buena medida esta discusión fue la que “permitió” (en mala hora) vincular las teorías sobre “el caos” a la economía. Sólo recientemente la profesión tuvo el pundonor de reconocer que allí radicaba, aunque sólo parcialmente, la razón de la irrelevancia de buena parte de la agenda de investigación económica a nivel mundial durante las últimas décadas. Inclusive algunos teóricos llegaron a concluir que, lejos de constituir sólidas teorías, el afán de perfeccionar simplemente la técnica había conducido a generar una serie de fábulas económicas (Rubinstein, 2001), que poco o nada aportaban a la solución de los problemas del mundo real.

Motivación particular: la reciente aparición de una nueva técnica de “raíces unitarias”, club al cual deseo pertenecer, me permitirá lucirme con mis superiores. La “ventaja” de este nuevo enfoque, apoyado en el “análisis espectral” (Nerlove, 1964), es que promete ser aún más complejo que los anteriores. Esto le da especial cabida a mis habilidades estadísticas, donde el crecimiento del PIB en sí, y mucho más para el caso de Colombia, en realidad resulta ser un aditamento para el desarrollo de estas complejas técnicas.

Algunos premios Nobel (Friedman, 1956) habían advertido sobre la posible relación espuria que podría existir entre el número de ganchos de pelo, que al alzar se encontraran en una peluquería, y la inflación del momento. Empero, la sociedad X no tiene porqué inhibirse por ese tipo de reflexiones puramente conceptuales, sin ningún sustento empírico.

Según he podido colegir en mi corta vida profesional, la brillante carrera que han llevado muchos de mis doctores-pro-

*Estudiante de posgrado de la Facultad de Economía de Oregon State University (posición 190 entre 200 del ranking de posgrado, según Kalaitzidakis (2001, *et.al.*). Profesor visitante, en el verano de dicha escuela, verano que ocurrió antes de la absorción de la facultad de economía a manos del departamento de estadística. El professor Nail agradece la colaboración de su asistente, convertida en amante durante el proyecto, y quien mostró pasión por los temas de investigación. Sin ella, este proyecto no hubiera sido tan agradable. Agradece igualmente el *grant* recibido del NSFoundation, donde la ayuda de un amigo de su padre resultó clave para aprobar, en tercera instancia, una extensión de dicho apoyo. Las opiniones aquí expresadas no comprometen a ninguno de ellos y la ausencia de recomendaciones prácticas del estudio aseguran que el material es totalmente inofensivo, sobre todo para los gobernantes de turno (esperamos que esto nos asegure más recursos públicos en el futuro). Por último, el autor desea agradecer al *referee* anónimo que impulsó la publicación de este estudio (sin siquiera haber entendido a fondo nuestra metodología); al otro *referee*, en todo caso, lo perdonamos por habernos enviado una solución alternativa a nuestro teorema 3, demostrando que nuestra prueba era engorrosa e innecesariamente sofisticada. Todos los errores remanentes son atribuibles al algoritmo UNIX-S11, producto de un *spam* incontrolable. Agradecemos el envío de un *softpatch* a www.sunspots-research para evitar su propagación.

fesores es, en realidad, el culmen de haberse hecho desde temprana edad a una técnica que todo el mundo debe utilizar y que, finalmente, deben reconocerme. Éste, que era un expediente válido para la medicina o las técnicas estadísticas, ahora ha permeado a las ciencias económicas. Luego, si mi hallazgo alrededor de la relación entre las manchas solares (del costado nororiental durante el verano del hemisferio sur) y los ciclos económicos colombianos tiene acogida, pues esto podría granjearme un gran futuro.

Poco debe afectarme la socorrida crítica de terminar viéndole a todos los problemas “cara de puntilla” (para poder así aplicar mi “martillo”—científico), pues a fin de cuentas quienes hoy encabezan el listado de los “economistas” más prestigiosos (Phillips y Perron, 1987) y más citados por la academia mundial (Coupe, 2000) son quienes desarrollaron una técnica similar que busca siempre preguntarse, primero y antes que nada, si una variable, históricamente hablando, se puede representar mejor como una serie que se estabiliza en sus niveles, en sus tasas de crecimiento o en sus tasas de aceleración. Sin esclarecer esto *prima facie*, no tiene ningún sentido pasar a discutir ningún tema relacionado con estas series y de allí la importancia de la técnica que aquí se aborda. Como esto rara vez se puede esclarecer unívocamente, la profesión termina anclada, *per saecula saeculorum*, en los “apasionantes” debates sobre “raíces unitarias”.

[Por razones de espacio nos vemos privados, de verdad privados, de poder continuar exponiendo este interesante *anti-paper*; pero esperamos que el lector haya captado su trasfondo. Mayores detalles y conexiones pueden encontrarse a través de descifrar las palabras “claves” a continuación referenciadas].

JEL: (palabras claves) manchas solares, cómo ascender rápidamente, irrelevancia.

Post scriptum: este documento está siendo sometido simultáneamente a tres importantes *Journals*; favor no citar sin autorización, podrían descubrirnos; aunque aceptamos postulaciones adicionales. Fecha de recibo: diciembre de 1999 (pero debido al “mal comportamiento del PIB” todas las regresiones econométricas tuvieron que correrse nuevamente); una segunda versión se envió en junio de 2005, cuando el PIB volvió a “comportarse”; aceptación final en *Carta Financiera* de septiembre de 2005, después de arbitrar a favor de su publicación un *referee*, quien lo catalogó como trabajo seminal. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Coupe, T. (2001), “Revealed Performances: Worldwide Ranking of Economists and Economics Departments”, (1969-2000; ECARES, U. Libre de Bruxelles).
- Friedman, M. (1956), “The Quantity Theory of Money: A Restatement”, *Studies in the Quantity Theory of Money* (Ed.) M. Friedman, U. of Chicago Press.
- Kalaitzidakis, P., T.P. Mamuneas, T. Stengos (2001), “Ranking of Academic Journals and Institutions in Economics”, (Draft-paper, with Support from European Economic Association).
- Nerlove, M. (1964), “Spectral Analysis of Seasonal Adjustment Procedures”, *Econometrica*.
- Phillips, P.C.B. and P. Perron (1987), “Testing for a Unit Root in Time Series Regression”, Cowles Foundation, Discussion Paper, No. 795R, septiembre.
- Rubinstein, A. (2004), “Dilemmas of An Economic Theorist” (Econometric Society, Presidential Address).