

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

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 | Balance del año 2005
y las perspectivas de 2006

actualidad económica

- 9 | Ahorro e inversión en los años 2006-2010:
¿qué vaticina el modelo de brechas?
Sergio Clavijo y Juan Guillermo Caicedo
- 17 | El mercado de vivienda en Colombia:
tenencia, distribución de valor y perspectivas
de financiamiento
Carlos Andrés Amaya y Jimmy Martínez
- 24 | Una agenda futura de liberación
de servicios financieros
Cristina Fernández
- 33 | Los bancos multilaterales: ¿dueños vs. usuarios?
Sergio Clavijo
- 38 | Transmisión de precios en el mercado andino
del aceite de palma
Marisol Cuéllar Mejía
- 50 | Supervivencia de las firmas en la industria
aseguradora colombiana (1991-2003)
Alejandro Vera Sandoval
- 60 | Mitos y realidades de la apreciación cambiaria
- 65 | La "peluqueada" de los bonos pensionales:
la hermenéutica de la Corte vs. la realidad actuarial

torre de marfil

- 68 | Comentarios al libro *Las piezas del rompecabezas:
desigualdad, pobreza y crecimiento*
escrito por A. Montenegro y R. Rivas
Sergio Clavijo
- 70 | *El fin de la pobreza: según las posibilidades
económicas de nuestra era*, escrito por Jeffrey Sachs
Jim Hammer

entrevista

- 72 | Sobre la calidad del debate económico en Colombia
Entrevista al ministro de Hacienda,
Alberto Carrasquilla

El mercado de vivienda en Colombia:

tenencia, distribución de valor y perspectivas de financiamiento*

Carlos Andrés Amaya G.**

Jimmy Martínez C.***

I. Introducción

A finales de la década pasada, la crisis económica y financiera golpeó de manera significativa a los hogares colombianos. Uno de los efectos de la crisis menos estudiados fue el impacto que ésta tuvo sobre la tenencia de vivienda en el país. Esto responde en buena parte a los pocos trabajos que se han realizado en el país acerca del mercado de vivienda, en particular, estudios con datos a nivel microeconómico.¹

El presente trabajo pretende aportar algunas ideas acerca del mercado de vivienda utilizando información microeconómica proveniente de las Encuestas de Calidad de Vida (ECV) para los años 1997 y 2003. En particular, el trabajo intenta examinar los efectos de la crisis sobre la tenencia de vivienda. Para esto busca identificar a los hogares que se vieron más afectados por ésta, así como algunas características de los mismos que fueron determinantes en su vulnerabilidad ante la crisis. Adicionalmente, el

trabajo caracteriza algunos aspectos de dicho mercado tales como el valor de las viviendas colombianas, el valor promedio y las diferencias existentes entre estratos socioeconómicos. Finalmente, sugiere algunas hipótesis que pueden explicar el estancamiento del crédito hipotecario y hace ciertas consideraciones acerca de la solidez del financiamiento.

II. Los efectos de la crisis

La crisis económica redujo la tenencia de vivienda en el país. Al comparar los hogares colombianos que en 1997 eran propietarios de la vivienda en que habitaban con respecto a 2003, es posible observar que la tasa de tenencia se redujo de 54% a 52%.

Como es de esperar, la crisis afectó a los hogares de una manera heterogénea según su estrato socioeconómico. En primer lugar, es importante resaltar que el mayor número de hogares que se vieron afectados por la crisis se concentró

en los estratos 2 y 3. En particular, encontramos que 571.033 hogares se atrasaron cuatro meses (continuos) o más en el pago de sus créditos de vivienda en el período 1998-2002, donde el 77% de éstos se concentró en los estratos anteriormente mencionados² (gráfico 1). Por otra parte,

* Las opiniones aquí expresadas son únicamente de los autores y no comprometen a las instituciones de las cuales hacen parte. Trabajo basado en su mayoría en: "Tenencia, distribución y valor de las viviendas colombianas a 2003", publicado en *Reporte de Estabilidad Financiera*, Banco de la República, julio 2005.

** Departamento de Estabilidad Financiera, Banco de la República.

*** Departamento de Estudios Económicos, Fasescolda.

¹ Para trabajos con enfoque macroeconómico ver: Badel y Cárdenas (2003) y Clavijo, Janna y Muñoz (2004).

² Los hogares en estratos 1 y 4 cayeron en mora con igual participación, cercana al 9%, mientras que el restante 2.4% corresponde a estratos 5 y 6.

93.806 hogares se vieron obligados a vender o dar su vivienda en dación de pago durante el mismo período. Nuevamente, los hogares que sufrieron por lo menos alguna de estas situaciones se concentraron en los estratos 2 y 3, de hecho, representaron el 65% del total (gráfico 1). Finalmente, cabe anotar que de los hogares que cayeron en mora, el 5.5% entregó su vivienda o tuvo que venderla.

La alta incidencia de estos eventos en los estratos 2 y 3 responde en buena parte a que la mayoría de hogares colombianos se encuentra en estos estratos. Para el caso de las viviendas propias, estos estratos representan el 69.5% de los hogares, mientras que para las viviendas arrendadas representan el 79.2%. Por tanto, resulta interesante ver el comportamiento de los hogares al interior de cada estrato con el objetivo de identificar los hogares colombia-

nos más afectados, de manera relativa³, por la crisis.

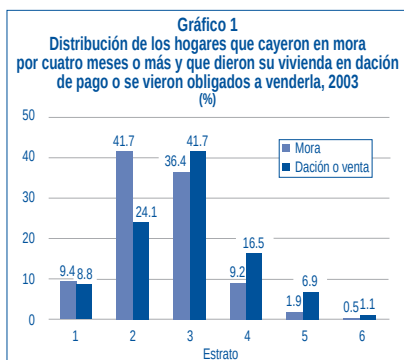
Como se observa en el gráfico 2, si bien una porción alta de los hogares en estratos 2 y 3 cayó en mora, el estrato 4 presentó la mayor incidencia en esta situación, dado que cerca del 8% de los hogares en éste incurrió en mora. Se resalta el buen desempeño del estrato más alto (6), en el cual sólo el 2% de los hogares cayó en mora.

El gráfico 3 presenta el porcentaje de hogares que en cada estrato se vió obligado a vender o entregar como dación de pago su vivienda. Se observa que los estratos 4 y 5 fueron los más afectados con la crisis, dado que el 2.4% y el 3.3% de los hogares de cada estrato tuvieron que realizar sus pérdidas.⁴ Es de resaltar que los estratos 1 y 2 no se vieron tan afectados por la crisis puesto que menos del 1% de los hogares de estos estratos se vió obli-

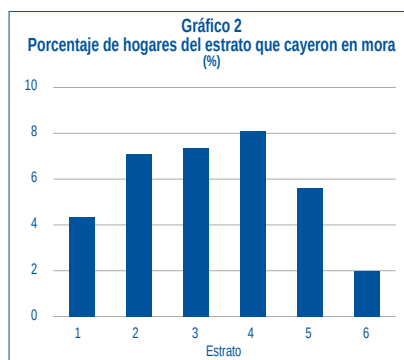
gado a vender o entregar su vivienda en dación de pago. De hecho, éstos presentaron una proporción menor que la de los hogares en estrato 6.

Lo anterior llevó a recomponer la propiedad al interior de los hogares. Los gráficos 4 y 5 muestran las tasas de propiedad y de arrendamiento para 1997 y 2003. Se destaca el comportamiento del estrato 5, cuya tasa de propiedad cayó considerablemente, acompañada de un incremento en la tasa de arrendamiento, lo que es consistente con el resultado del gráfico 3. Para el resto de los estratos, con excepción del estrato 1, se observa una ligera caída de la tasa de propiedad y un correspondiente incremento en la tasa de arrendamiento.

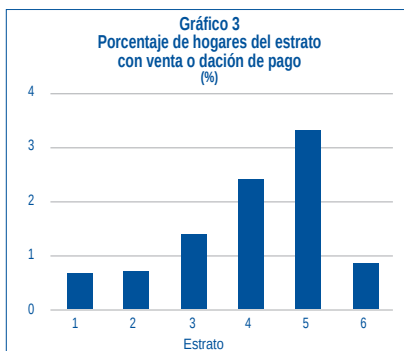
En general, la crisis afectó profundamente la hoja de balance de los hogares, llevando a que gran parte de la exposición del sistema financiero a éstos se materializara. Por un lado, a causa de la caída en la actividad económica, los ingresos de los hogares se redujeron, fruto del aumento en el desempleo y de la menor rentabilidad de las empresas. Por otro lado, la caída en los precios de la vivienda disminuyó fuertemente el valor del activo de los hogares. Finalmente, el alza de tasas de interés incrementó la carga financiera de los mismos, aumentando así su pasivo. Como consecuencia de la disminución de los ingresos y del aumento en la relación de deuda a valor del inmueble (*loan-to-value*), una considerable cantidad



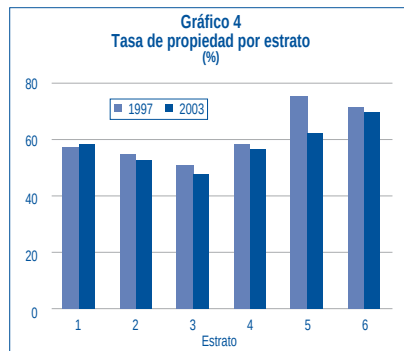
Fuente: ECV (Dane), cálculos de los autores.



Fuente: ECV (Dane), cálculos de los autores.



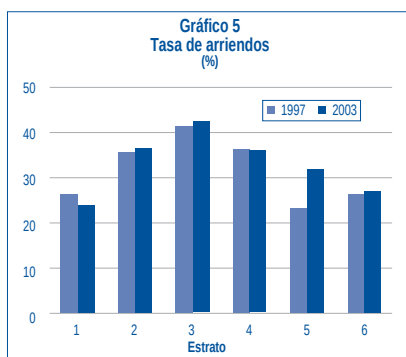
Fuente: ECV (Dane), cálculos de los autores.



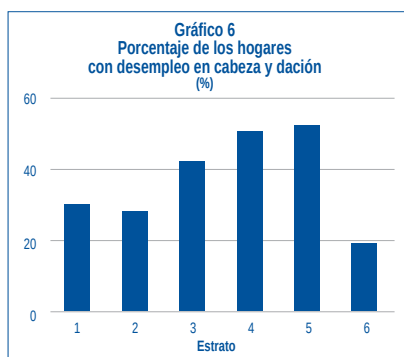
Fuente: ECV (Dane), cálculos de los autores.

³ Para controlar por el número de individuos en cada estrato, en adelante se presentan las estadísticas de cada estrato normalizando por el número de individuos que hay en cada estrato socioeconómico.

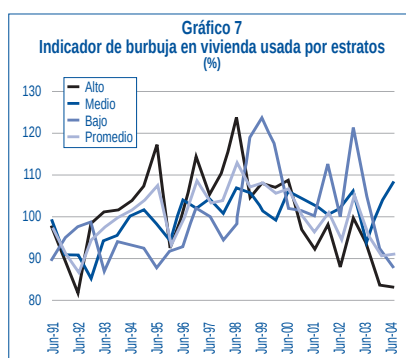
⁴ En lo que sigue, por *realización de pérdidas* nos referimos a la venta o entrega en dación de pago de una vivienda en un escenario con precios a la baja, lo que hace más probable que el valor de la vivienda al momento de la liquidación sea inferior al valor en el momento de compra inicial.



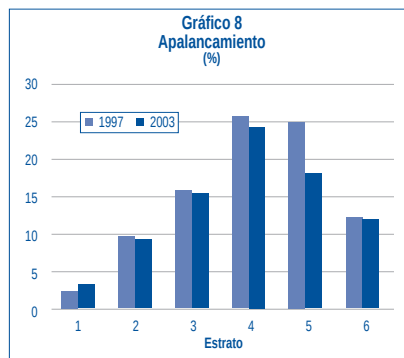
Fuente: ECV (Dane), cálculos de los autores.



Fuente: ECV (Dane), cálculos de los autores.



Fuente: Jaramillo (2004).



Fuente: ECV (Dane), cálculos de los autores.

de hogares se atrasó en sus créditos hipotecarios y muchos de éstos se vieron obligados a vender o entregar en dación de pago su vivienda. Si bien esta situación se dio en todos los estratos socioeconómicos, al parecer fue más intensa para los estratos 4 y 5, los cuales fueron, de manera relativa, los más afectados.

La caída de la actividad económica que se presentó a finales de la década vino acompañada de un incremento histórico en los niveles de desempleo. Como consecuencia de esto, los ingresos de los hogares se vieron altamente afectados, lo que incidió sobre el cumplimiento de las deudas hipotecarias. El gráfico 6 que presenta el porcentaje de hogares en cada estrato cuya cabeza de familia perdió el empleo entre 1998 y 2002 es casi una réplica del gráfico 3. En los hogares de estratos 3, 4 y 5, que fueron los más afectados por la crisis, se presentó un alto porcentaje de

los mismos en los cuales la cabeza de familia perdió el empleo. Lo anterior sugiere que la venta obligada de la vivienda o la dación en pago de la misma en estos estratos se explica en buena parte por la reducción de los ingresos del hogar, fruto de los períodos de desempleo de la cabeza de familia.

Como se mencionó anteriormente, la caída de los precios de la vivienda jugó un papel determinante ya que muchos hogares vieron cómo caía el valor de su inmueble. El gráfico 7 presenta los indicadores de burbuja⁵ por estrato en vivienda usada, contruados con los índices de precios de vivienda y arriendos de Jaramillo (2004).⁶ Estos indicadores muestran que los estratos altos (5 y 6) fueron los que tuvieron la burbuja más pronunciada en sus activos de vivienda durante los años noventa. Es decir, estos hogares experimentaron la caída más drástica en los precios de

vivienda nueva, relativa a la caída en los precios de los arriendos.

Finalmente, otro factor determinante para explicar los cambios en la tenencia de vivienda fue el endeudamiento o apalancamiento de los hogares, medido como el porcentaje de hogares propietarios de vivienda que aún se encuentra pagando el inmueble. Como se observa en el gráfico 8, los estratos más apalancados antes de la crisis fueron los más afectados por la misma, siendo éstos los estratos 3, 4 y 5. El mayor apalancamiento se tradujo en una mayor vulnerabilidad ante cambios en las tasas de interés. Por consiguiente, los incrementos de la DTF, al cual el UPAC se encontraba atado, fueron más perjudiciales para estos estratos.

En síntesis, la crisis afectó de manera importante la tenencia de vivienda, especialmente en los estratos 2 y 3 donde se encuentra concentrado el mayor número de viviendas colombianas. Sin embargo, al examinar la tenencia por estrato, se observó que los estratos 4 y 5 se vieron altamente afectados (de manera relativa). Lo anterior se explica por la caída en los ingresos de los hogares, la reducción en los precios de vivienda y el efecto del incre-

⁵ Por burbuja nos referimos a la situación en la que el aumento en precios de vivienda es más que proporcional al aumento en el flujo de caja que genera el activo, que en este caso serían los arriendos imputados de vivienda. Lo que trata de capturar lo anterior es simplemente las situaciones en las que el precio del activo no refleja el verdadero valor del mismo, el cual es determinado por los flujos de caja que genera. Para una mayor discusión sobre este tópico, ver el recuadro de burbujas de activos del *Reporte de Estabilidad Financiera*, Banco de la República, julio 2005.

⁶ Para poder hacer comparaciones con los estratos anteriormente utilizados, los estratos bajos comprenden los estratos 1 y 2, los medios 3 y 4, mientras que los altos abarcan los estratos 5 y 6.

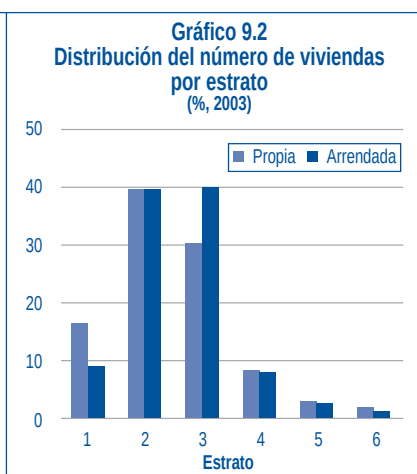
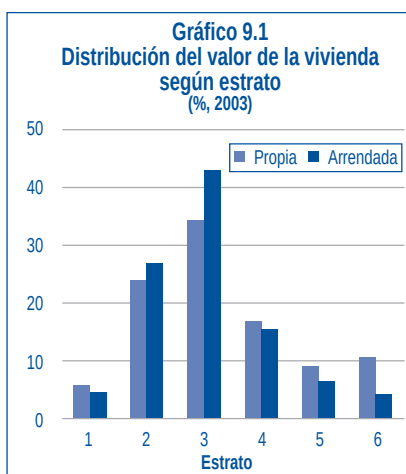
mento en las tasas de interés, las cuales afectaron considerablemente dichos estratos dado su grado de apalancamiento.

III. Valor y distribución de las viviendas a 2003

Como se mencionó anteriormente, para 2003 el 52% de los colombianos era propietario de la vivienda en la que habitaba. El resto eran en su mayoría arrendatarios (37%).⁷ Adicionalmente, la ECV permite cuantificar de manera aproximada el valor de las viviendas colombianas.

Para el caso de las viviendas propias, la encuesta le pregunta directamente a los encuestados por el valor de su vivienda.⁸ Para el año 2003, las viviendas propias valían aproximadamente \$172 billones,⁹ donde el 38% de este valor corresponde a viviendas VIS¹⁰ y el restante a no VIS. Adicionalmente, el valor promedio de las primeras fue de \$20.3 millones, mientras que el de las segundas fue de \$94.8 millones.

En cuanto a las viviendas arrendadas, la estimación de su valor se debe hacer de manera indirecta ya que la encuesta sólo pregunta por el valor del arrendamiento. Una alternativa para evitar hacer el supuesto habitual de que toda vivienda se arrienda mensualmente por el 1% de su valor proviene de la respuesta que dan los propietarios a la pregunta de por cuánto arrendarían su vivienda. Además, dado que se tiene el valor de la vivienda, es posible calcular la



Fuente: ECV (Dane), cálculos de los autores.

razón arriendos “esperados” (o renta imputada) al valor preferido, que para 2003 fue de 0.712%. Con ésta y los cánones mensuales de arrendamiento calculamos el valor aproximado de las viviendas arrendadas.¹¹ Siguiendo esta metodología, encontramos que el valor de dichas viviendas para 2003 en Colombia era de aproximadamente \$80 billones, donde el 80% corresponde a viviendas VIS y el restante a viviendas no VIS. Es de resaltar que las primeras tienen un valor promedio de \$22.5 millones, mientras que las segundas valen en promedio \$73.5 millones. Por último, cabe mencionar que el canon promedio de arrendamiento asciende a \$206.000.

En agregado, para 2003 el valor del acervo de viviendas (propias y arrendadas) colombianas es de aproximadamente \$252 billones, equivalentes al 84% del PIB.¹² El valor promedio de la vivienda VIS

colombiana es cercano a los \$21.3 millones, mientras que para las no VIS, el valor promedio es cercano a los \$90 millones.

Como se mencionó anteriormente, las viviendas colombianas se encuentran concentradas en su mayoría en los estratos 2 y 3. Por lo tanto, es de esperar que el valor del acervo de viviendas se encuentre concentrado en estos estratos, tal como se observa en el gráfico 9.1. Sin embargo, es interesante ver la relación entre la distribución según el número de viviendas y según el valor para los estratos 1 y 6. A pesar de que 16.4%

⁷ Para una comparación internacional ver Amaya y Martínez (2005).

⁸ Si bien éste es un precio de oferta, es lo más cercano a un precio de mercado, el cual nos permite hacer una estimación del valor del acervo de viviendas.

⁹ Los datos de este trabajo se encuentran expresados en precios de diciembre de 2004.

¹⁰ Una vivienda se considera vivienda de interés social (VIS) si su valor es menor a los 135 salarios mínimos legales mensuales.

¹¹ Del grupo de viviendas arrendadas se excluyeron las que se encontraban habitadas por el dueño y otros arrendatarios, ya que éstas se contabilizaron como viviendas propias.

¹² Para el Reino Unido, Alemania y EE.UU, esta razón es de 196%, 135% y 127% respectivamente.

Cuadro 1
Valor promedio de la vivienda por estrato (millones)

	Estrato					
	1	2	3	4	5	6
Propia	13.30	23.60	44.90	80.21	125.72	212.54
Arrendada	14.48	20.29	31.93	57.83	77.92	134.62
Diferencia	-8%	16%	41%	39%	61%	58%

Fuente: ECV (2003), cálculos propios.

de los hogares que tiene vivienda propia vive en estrato 1, estas viviendas representan sólo el 5.6% del valor total de las viviendas propias. Por el contrario, para el estrato 6, donde vive el 1.9% de los hogares propietarios, el valor de las viviendas representa cerca del 10.4% del total (gráficos 9.1 y 9.2).

Finalmente, como se muestra en el cuadro 1, es interesante ver cómo a partir del estrato 3 la diferencia en el valor promedio de las viviendas empieza a aumentar dependiendo del tipo de tenencia. Es decir, a partir de este estrato hay una diferencia en precios importante entre los dos tipos de vivienda.¹³ Este hecho sugiere que la vivienda arrendada no es un sustituto perfecto de la vivienda propia en Colombia.¹⁴ De hecho, pareciera que la sustituibilidad de la vivienda arrendada disminuye a medida que aumenta el estrato. Esto implicaría que a mayor valor de la vivienda, mayor es la probabilidad de que los individuos prefieran comprar a arrendar el inmueble.

IV. Perspectivas del financiamiento de vivienda

Hacia futuro, dos interrogantes resultan interesantes para el mercado de vivienda. En primer lugar, la recuperación que ha experimentado el

mercado de vivienda no ha venido acompañada de un crecimiento similar del crédito hipotecario. Dado que el desarrollo del mercado de vivienda se encuentra estrechamente ligado al del crédito hipotecario, es de vital importancia preguntarse por las posibles causas del estancamiento del mismo. En segundo lugar, dado lo costosa que fue la crisis, es relevante indagar por la solidez del mercado de vivienda.

A. El crédito hipotecario

Como se señaló anteriormente, el crecimiento del mercado de vivienda no ha venido acompañado de un crecimiento similar en el crédito hipotecario. Mientras que en 1998 este tipo de cartera como proporción del PIB representaba el 10.9% de éste, a 2004 representaba 2.6%. Detrás de este comportamiento hay diversos factores tanto de oferta como de demanda que pueden estar incidiendo considerablemente.

En cuanto a la demanda, una de las posibles explicaciones a este fenómeno se encuentra relacionada con el mayor uso de recursos propios para la adquisición de vivienda por parte de los hogares. Un estudio reciente del ICAV-Galería Inmobiliaria (2005) calcula que para las compras de vivienda nueva realizadas entre

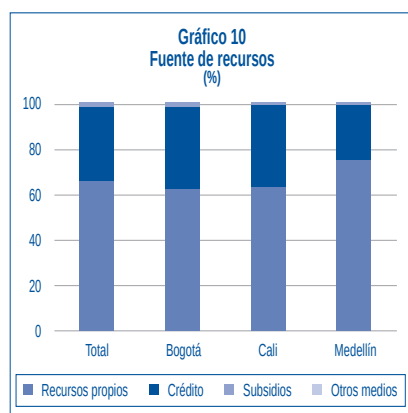
2003 y 2004, en Bogotá, Medellín y Cali, el 66% de los recursos era propio (gráfico 10). Lo anterior es particularmente relevante para las viviendas no VIS¹⁵, en las cuales cerca del 70% de los recursos usados para su compra era propio (gráfico 11).

Es de resaltar que buena parte de los recursos propios provino del acervo de ahorro de los hogares (ver gráfico 12). Según datos del mismo

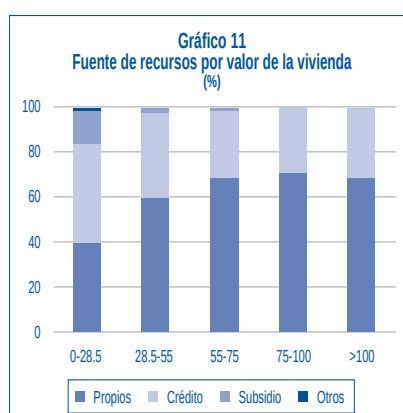
¹³ Si bien esto podría explicarse en parte por la forma como se calculó el valor de las viviendas arrendadas, las diferencias son significativas especialmente en estratos altos, donde el valor promedio de la vivienda arrendada es poco más de la mitad del valor promedio de la vivienda propia. Para comprobar nuestros resultados se realizó el mismo cálculo de renta esperada a valor preferido de la vivienda para cada estrato. La razón de cada estrato no es muy diferente de la media, a excepción del estrato 1 en donde llega a 0.8% y en donde la diferencia entre el valor de las viviendas arrendadas y propias es la menor.

¹⁴ Esta idea se refuerza al mirar también el valor del acervo de las viviendas propias y arrendadas. Como se mencionó anteriormente, el 38% del valor total de las viviendas propias es VIS, mientras que el 80% del valor total de las viviendas arrendadas es VIS.

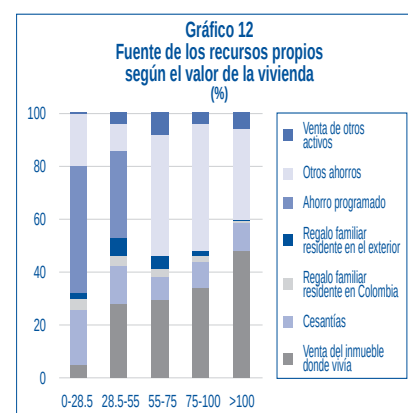
¹⁵ En términos del estudio del ICAV, las viviendas VIS corresponden a aquellas cuyo valor se encuentra entre \$0-55 millones, mientras que las no VIS corresponden a los inmuebles de más de \$55 millones.



Fuente: ICAV - Galería Inmobiliaria (2005).



Fuente: ICAV-Galería Inmobiliaria (2005).



Fuente: ICAV-Galería Inmobiliaria (2005).

estudio, para los hogares que compraron vivienda VIS la principal fuente de recursos propios provino de mecanismos de ahorro tales como el ahorro programado y las cesantías. Por su parte, aun cuando para los

La mayor tendencia de los hogares a financiar su vivienda con recursos propios puede estar asociada por lo menos con tres factores. En primer lugar, por cuenta del sistema de financiación de vivienda, la crisis generó desconfianza en los prestamistas. En segundo lugar, también fruto de la crisis, los hogares entendieron los riesgos que implica el apalancamiento. Finalmente, gracias a la Ley 510 de 1999 se estableció el tope máximo financiable del 70%, lo que impuso barreras legales para el nivel de apalancamiento.

En cuanto a la oferta de crédito, es plausible que la relación riesgo-retorno del crédito hipotecario sea hoy menos atractiva para los bancos. Antes de la crisis, las tasas implícitas de los créditos hipotecarios, construidas como los ingresos por intereses sobre la cartera productiva, eran sustancialmente más altas que las de cartera comercial y de

consumo (gráfico 13). Después de la crisis, las tasas implícitas de la cartera hipotecaria han caído y hoy se encuentran en niveles inferiores a los de la cartera de consumo. La caída en las tasas estuvo acompañada además por deterioros en la calidad de la cartera hipotecaria nunca antes vistos (gráfico 14). En consecuencia, los bancos observaron una reducción considerable en los retornos de los créditos hipotecarios, mientras que el riesgo crediticio aumentó. Esto deterioró la relación riesgo-retorno desincentivando la emisión de crédito hipotecario por parte de los bancos y generando una recomposición en el portafolio de los mismos. Lo anterior se vio agravado por la caída en los depósitos que exhibieron los bancos hipotecarios. Desde junio de 1998 hasta diciembre de 2005, los depósitos de estos intermediarios exhibieron tasas de crecimiento reales negativas, en promedio de -7.4%, limitando así el fondeo de estas instituciones.

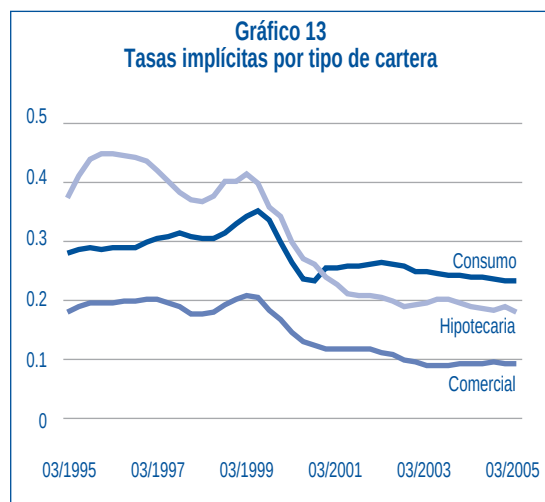
Como resultado, los bancos hipotecarios han optado por entrar a otros negocios al igual que han expandido su portafolio de inversiones en títulos de deuda pública interna (TES). Mientras que en enero de 2000 la cartera comercial y la de consumo representaban conjuntamente el 14 % de los

activos, y las inversiones el 6.4 %, a septiembre de 2005 representaron 32.6 % y 32.3 %, respectivamente.

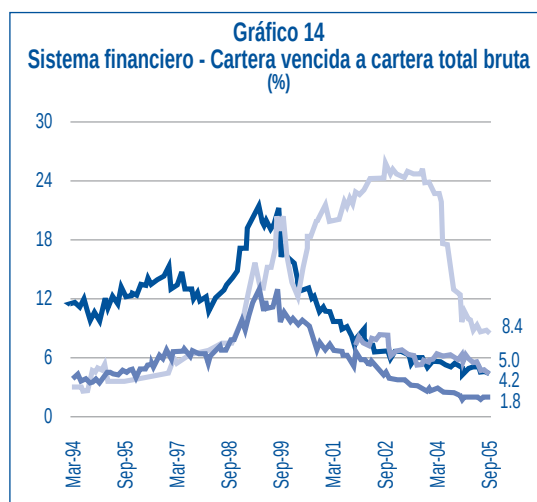
La conjunción de estos factores de oferta y demanda puede corresponder a un nuevo equilibrio con un nivel de crédito inferior al de la década del noventa. En

La crisis afectó de manera importante la tenencia de vivienda, especialmente en los estratos 2 y 3 donde se encuentra concentrado el mayor número de viviendas colombianas. Sin embargo, al examinar la tenencia por estrato, se observó que los estratos 4 y 5 se vieron altamente afectados.

hogares no VIS estos mecanismos de ahorro fueron una significativa fuente de recursos propios, se resalta la importancia de la utilización de activos que hacen parte de su riqueza como es la vivienda en la que vivían. Se debe destacar que la utilización de la riqueza es creciente en el valor de la vivienda.



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Banco de la República.

la medida en que los hogares reduzcan el uso de recursos propios (provenientes principalmente de acervos de ahorro), como es de esperarse en una economía como la actual en donde el consumo y la inversión lideran el crecimiento, el crédito hipotecario debería exhibir mayores niveles. No obstante, este nivel podría ser inferior al observado en la década del noventa por cuenta de factores de oferta, en la medida en que la recomposición en el portafolio de los bancos sea permanente.

B. Solidez del mercado

Recientemente, el desarrollo de diversos factores en el mercado hipotecario le ha conferido bases más sólidas al mismo. Lo anterior implica que, a futuro, el sistema esté más preparado para enfrentar una nueva crisis. Los factores anteriormente mencionados se dividen en dos grupos: i) el desarrollo de la Titularización de Cartera Hipotecaria y ii) la adopción de prácticas en el mercado de vivienda que reducen la vulnerabilidad del mercado hipotecario.

Primero, el desarrollo de la titularización en Colombia ha permitido que los bancos hipotecarios tengan un mayor calce tanto en plazos como en tasas, al financiar créditos de largo plazo con pasivos de igual plazo y misma denominación. Lo anterior reduce la vulnerabilidad del sistema de financiamiento hipotecario a cambios en las condiciones de liquidez de la economía, dado que permite tener una fuente de recursos más estable que los depósitos, reduciendo la volatilidad del mercado de vivienda y de su financiamiento.¹⁶

Además, la titularización de cartera vencida les ha permitido a las entidades sanear sus balances, al tiempo que mejoran su solvencia y adquieren recursos adicionales para financiar nuevos créditos hipotecarios.

Por otra parte, la titularización vincula el mercado de capitales con el hipotecario mediante la emisión de títulos respaldados por conjuntos de créditos hipotecarios. En consecuencia, en la medida en que se desarrolle el Mercado Secundario Hipotecario (MHS), los bancos podrán acceder a nuevas fuentes de recursos, no disponibles sin la titularización. Adicionalmente, el MHS ayuda a diversificar mejor el riesgo inherente a este mercado por medio de derivados que permiten asignarlo a diferentes clases de inversionistas de acuerdo con sus preferencias.

Por tanto, el mayor desarrollo de la titularización hipotecaria, así como la mayor eficiencia en el MHS, es un factor que fortalece el sistema de financiación de vivienda. De aquí la importancia de los procesos de titularización.

Segundo, como resultado de la crisis tanto compradores como vendedores de vivienda cambiaron considerablemente sus prácticas. Por el lado de la demanda, aparte del mayor uso de recursos propios, los hogares están comenzando a usar créditos hipotecarios a tasa fija (en pesos). Esta práctica disminuye la vulnerabilidad de los hogares dado que les asegura los flujos de caja que deben desem-

bolsar y permite el desarrollo de los prepagos. No obstante, según datos del ICAV-Galería Inmobiliaria (2005), esta práctica se ha desarrollado más en los estratos altos. Por tanto, en la medida en que el uso de este tipo de créditos se generalice a todos los estratos, los riesgos del apalancamiento serán cada vez menores para los hogares.

Por el lado de la oferta de vivienda, los constructores están utilizando cada vez más el punto de equilibrio como referencia para iniciar sus proyectos de vivienda. Esta práctica disminuye la construcción especulativa que lleva a que los precios se ajusten adversamente, dado que la oferta responde más a fuerzas de demanda que a especulación de los constructores bajo este nuevo esquema.¹⁷ 

¹⁶ Schnure (2005), pág. 11.

¹⁷ La construcción especulativa actúa de la siguiente manera. Ante un incremento en la demanda por vivienda, los constructores podrían especular sobre la magnitud de este incremento y sobreestimar la cantidad de oferta para satisfacer la demanda. Dado que la oferta de vivienda responde con cierto rezago, la sobreestimación se traduce en un exceso de oferta que ajusta el precio hacia abajo, lo cual podría intensificar los efectos del estallido de una burbuja.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- | | |
|--|--|
| <p>Amaya, C. A. y J. Martínez (2005), "Tenencia, distribución y valor de la vivienda colombianas a 2003", <i>Reporte de Estabilidad Financiera</i>, Banco de la República, julio 2005.</p> <p>Badel, A. y M. Cárdenas (2003), "La crisis del financiamiento hipotecario: causas y consecuencias", <i>Coyuntura Económica</i>.</p> <p>Clavijo, S., M. Janna y S. Muñoz (2004), "La vivienda en Colombia: sus determinantes socioeconómicos y financieros", Banco de la República, <i>Borradores de Economía</i>, No. 300.</p> | <p>ICAV-Galería Inmobiliaria (2005), "Estudio cuantitativo de vivienda compradores 2003-2004", presentación realizada el 4 de noviembre de 2005, Banco de la República.</p> <p>Jaramillo, S. (2004), "Precios inmobiliarios en el mercado de vivienda en Bogotá 1970-2004", Universidad de los Andes, <i>Documento CEDE</i>, No. 42.</p> <p>Schnure, C (2005), "Boom-Bust Cycles in Housing: The Changing Role of Financial Structure", <i>IMF Working Paper</i>, No. 200.</p> |
|--|--|

La “peluqueada” de los bonos pensionales:

la hermenéutica de la Corte vs. la realidad actuarial*

A través de la sentencia C-734 de julio de 2005, la Corte Constitucional alteró las reglas del juego de mediano plazo en materia pensional, generando gran incertidumbre jurídica, una vez más. Dicho fallo declaró como inconstitucional el tope de los 20 salarios mínimos legales (SML) como referente para la liquidación de los bonos pensionales y, además, señaló que el valor de dichos bonos debía fijarse con atención al “salario efectivamente cotizado” a la seguridad social y no con relación al “salario devengado” (en la fecha más cercana a junio 30 de 1992).

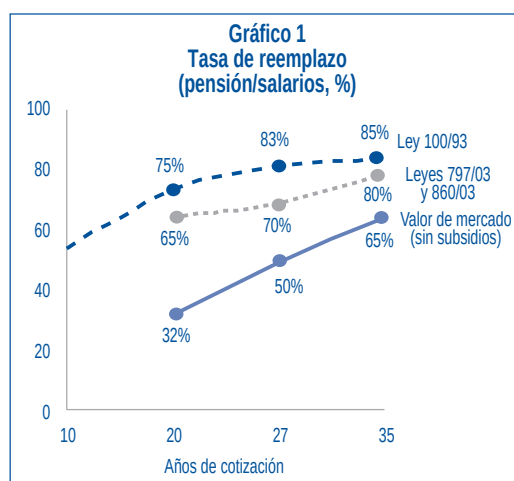
Así, la Corte dejó sin vida el Artículo 5 del Decreto-Ley 1299 de 1994, el cual reglamentaba elementos claves de la migración del Régimen de Prima Media (RPM) hacia el Régimen de Ahorro Individual (RAI), contenido en el Artículo 18 de la Ley 100 de 1993. Dicho en otras palabras, *la Corte tumbó el instrumento clave a través del cual el Estado se quitaba de encima una grave carga fiscal-pensional*. Todo esto se anuncia después de más de diez

años de traslados masivos de cotizantes del RPM hacia el RAI y tras cuantiosas inversiones de capital local y extranjero para lograr un manejo eficiente de los portafolios por parte de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP).

Hasta la fecha, ha podido más la “hermenéutica” de la Corte alrededor de una equidad pensional mal entendida y nunca cuantificada (ejerciendo el derecho de manera “autista”) que la sensatez de adelantar juicios sobre bases actuariales concretas. La Corte

no sólo ha terminado legislando sobre los temas pensionales, sino que lo hace sin conocimiento de causa sobre las razones y los efectos actuariales de sus acciones, como lo ilustraremos a continuación.

La magnitud del riesgo fiscal. En términos históricos, se estima que los afectados directos por el tope de los 20 SML podrían llegar a ser unos 30.000 contribuyentes a la seguridad social (reduciendo la liquidación de sus bonos a un máximo de 10 SML) y muchos otros podrían enfrentar diferencias entre el salario devengado y el efectivamente cotizado, lo cual afectaría el valor histórico de sus cotizaciones previas a 1994. En términos prospectivos, esto podría acarrear el regreso de muchos cotizantes al RPM, con graves implicaciones de costo fiscal adicional. El Gobierno debe entonces proceder a aclarar pronto el alcance de esta sorpresiva “peluqueada pensional” y como mínimo asegurarse de que no se aplicará de forma retroactiva.



Fuente: Leyes 100/93, 797/03 y 860/03 y cálculos Anif.

* Corresponde al Informe Semanal No. 812 de diciembre 12 de 2005.

Como veremos, esta alteración del cálculo de los bonos pensionales, claramente inconsulta con expertos actuariales, arroja tratamientos inequitativos y arbitrarios entre los regímenes de RPM y RAI, donde es el fisco el que tendrá que correr con los costos adicionales, tal como ya ocurrió con la generalización de la llamada “mesada 14” (otra de las “joyas” pensionales de la Corte, según fallos C-409/94 y C-756/04, entre otros).

El espíritu actuarial de los bonos pensionales. La idea básica era que el valor del bono pensional debía equiparar históricamente el acumulado de las cotizaciones pensionales hasta esa fecha de inicio de la transición (1994), de tal manera que a partir de allí los cotizantes fueran relativamente indiferentes entre el RPM o el RAI.

Por ejemplo, una persona que llevara cerca de quince años de cotización al RPM hasta 1993, terminaría obteniendo una pensión cercana al 65% de su sueldo reciente, mientras que el Valor Presente Neto Pensional (VPNP) acumulado bajo el RAI daría la posibilidad de disfrute de una pensión similar a la obtenida bajo el RPM, suponiendo una rentabilidad histórica del orden de 6% real anual durante los años 1994-2008. Quienes apostaran a rendimientos de portafolio históricos mayores a ese 6% real anual tendrían un incentivo para migrar hacia el RAI, con la idea de obtener allí mejores pensiones (donde el adicional lo proveería el mercado de capitales, sin costo fiscal alguno). Bajo este esquema del RAI también se premiaría la fidelidad de aquellos que decidieran cotizar por mayor tiempo-densidad.

Quienes fueran adversos al riesgo y quisieran mantener al menos ese retorno del 65% en su tasa de reemplazo (=pensión/salario promedio), pues sencillamente permanecerían en el RPM, donde sería el fisco nacional (a través de los mayores impuestos) el

que asumiría estos costos. Así, el bono pensional no estaba diseñado para jugar ningún papel activo durante el período prospectivo de quince años hacia el futuro (1994-2008), sino que operaba como un “igualador-histórico” de los quince años previos a la reforma (1978-1993).

Pues bien, con el fallo C-734 de 2005 (¡y sin hacer un solo cálculo actuarial!), la Corte decidió romper ese equilibrio histórico que proveía el bono pensional. Ahora resulta que dicho bono no operará como un equilibrador entre el rendimiento histórico de lo cotizado (1978-1993) y los rendimientos prospectivos que dará el mercado de capitales (1994-2008) para aquellos que, aliviando el costo fiscal, hubieran decidido moverse del RPM hacia el RAI. La Corte decidió “peluquear” hasta en 50% el valor del bono pensional, para el rango de salarios devengados 10-20 SML (circa 1992), sin darse cuenta de que dañaba el equilibrio prospectivo RPM-RAI, tal como ya había ocurrido con la “mesada 14”.

No es éste el lugar para continuar con el debate jurídico sobre cómo la Corte ha ido alterando su criterio de aplicación en materia pensional, obteniendo una bajísima calificación en materia de jurisprudencia. Ya habrá tiempo de volver sobre la hermenéutica de “los derechos adquiridos” vs. “las expectativas legítimas protegidas” vs. “las meras expectativas” (fallos C-789/02, C-754/04 y C-734/05). En esta nota nos limitaremos a mostrar la gran inequidad que se ha generado en términos actuariales al “interpretar” la Corte, unos diez años después, que lo “correcto y equitativo” era referirse al salario “cotizado” y no al “devengado”. Para entender

esto es fundamental calcular el VPNP acumulado bajo los diferentes escenarios, pues el valor del bono pensional por sí solo (o de la tasa de reemplazo por sí sola) no proveen el marco de comparación relevante para hablar de “equidad”.

Valor Presente Neto Pensional (VPNP) y tasas de reemplazo. La Ley 100 de 1993 representó un avance en materia pensional: se elevaron las contribuciones y se creó el RAI, pero aun así dejó al RPM desequilibrado. Las leyes 797/03 y 860/03 profundizaron los ajustes “paramétricos” al RPM. Sin embargo, continuaron existiendo subsidios implícitos en el RPM comparados con el “implícito” de mercado del RAI (gráfico 1).

Como ya lo explicamos, la emi-

Con el fallo C-734 de 2005 (¡y sin hacer un solo cálculo actuarial!), la Corte decidió romper ese equilibrio histórico que proveía el bono pensional.

sión del bono pensional para quienes se trasladaran del RPM hacia el RAI era un instrumento para aliviar las finanzas públicas hacia el futuro y dejar dichos regímenes en relativo equilibrio (histórico). El valor de estos bonos se actualizaría con el IPC y reconocería un rendimiento de 4% real anual si la persona se trasladaba antes del 31 de diciembre de 1998 o de 3% con posterioridad a esa fecha.

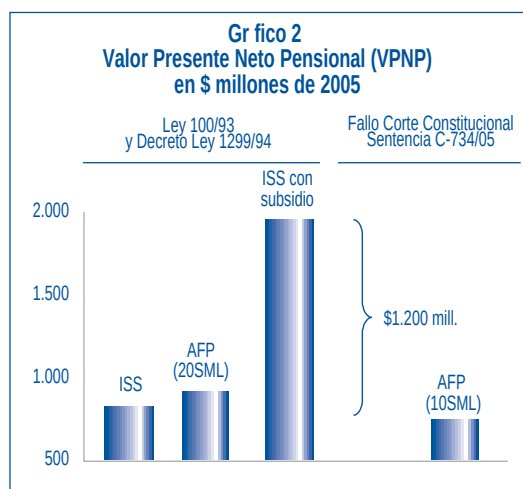
Hasta 1993, el tope del salario base de cotización era de 10 SML. Sin embargo, al crearse como referente para el cálculo del bono el salario devengado (no el cotizado) y al permitir que éste llegara hasta los 20 SML se buscaba equilibrar los incentivos para el trasla-

do desde el RPM hacia el RAI, con el fin de aliviar el costo fiscal del RPM hacia el futuro.

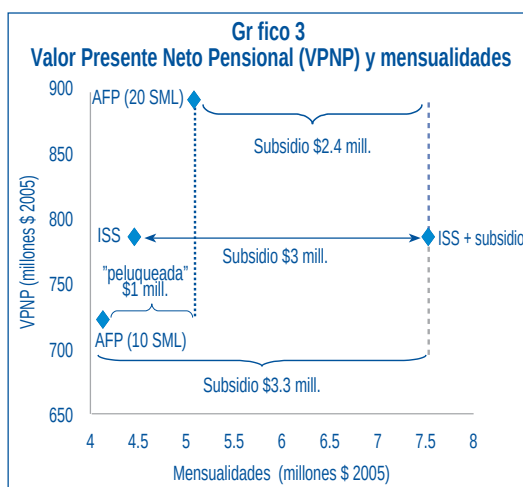
“Peluqueadas” pensionales: ¿corte americano o rapada-CC?

En Anif hemos realizado una serie de cálculos actuariales para estimar los efectos de “inequidad” que habrá de generar esta decisión de la Corte de “peluquear” el bono pensional hasta en 50%. Supondremos que las cotizaciones se iniciaron en 1981, a la edad de veinte años, y que se hicieron aportes durante 42 años (jubilándose a los 62 años). Ésta es la mayor “densidad” posible de las cotizaciones, pues en la vida práctica se encuentra un promedio de sólo veinte años de cotizaciones. Tomaremos el caso de los 20 SML y supondremos rendimientos de 4.5% real anual para el caso del RAI (en línea con el crecimiento histórico del PIB-real). Estos cálculos preliminares son sensibles a este supuesto, pero creemos que difícilmente podría superarse el rendimiento de 6% real. El disfrute de la pensión sería por veinte años (quince del pensionado y cinco del cónyuge sobreviviente).

En el gráfico 2 se observa que alguien que hubiera cotizado todo el tiempo al RPM (sobre 10 SML hasta 1993 y sobre 20 SML en adelante) habría acumulado un VPNP equivalente a \$800 millones del año 2005. Ese VPNP alcanzaría para pagar una pensión cercana a \$4.5 millones por trece meses durante veinte años. Sin embargo, el RPM en realidad lo que paga es mucho más, ya que gira \$7.5 millones por trece meses durante esos mismos veinte años (suponiendo el desmonte de la “mesada 14” a partir del año 2005, según el Acto Legislativo ya aprobado). Así, es evidente que una pensión bajo el RPM (administrada por el ISS) otorga un gigantesco subsidio, equivalente a \$3 millones/mes, lo cual implica 67% de pensión



Fuente: cálculos Anif.



Fuente: cálculos Anif.

adicional a la que darían las condiciones del mercado (gráfico 3). Como se imaginará el lector, este subsidio lo tiene que asumir el Gobierno Central (o sea, el resto de los colombianos) y toma la forma de pagos equivalentes al 88% del salario real promedio reciente durante los siguientes veinte años (incluyendo el efecto de trece mesadas).

En cambio, quien se hubiera trasladado del RPM al RAI y hubiera obtenido su bono pensional liquidado con los 20 SML, estaría asegurando un VPNP de \$900 millones, superior al valor acumulado bajo el RPM (sin subsidio), pero estaría recibiendo tan sólo pagos de \$5 millones por trece

meses (para hacerlos comparables). Esto implica que aun con la liquidación del bono pensional con los 20 SML, establecidos en el Decreto 1299/94, los pensionados de las AFP estarían recibiendo \$2.4 millones/mes por debajo de lo que obtienen quienes disfrutaban del RPM-con-subsidio a cargo del fisco.

Ahora, la Corte decidió “peluquear” el bono en 50% al reducir su base de cálculo a tan sólo 10 SML. Bajo este escenario, el VPNP acumulado bajo el RAI llegaría tan sólo a cerca de \$730 millones, lo cual daría para pagar una pensión de \$4.2 millones/mes. Esto implica que el fallo de la Corte: 1) ha rebanado un pago de \$1 millón/mes por cuenta de la “peluqueada” del bono pensional respecto de lo que esperaban quienes migraron al RAI; y 2) está ampliando el subsidio a favor de los que se quedaron en el RPM a \$3.3 millones/mes (resultantes de comparar \$7.5 millones bajo RPM+subsidio vs. \$4.2 millones bajo RAI con bono liquidado a 10 SML).

En síntesis. Es evidente entonces que los cálculos actuariales indican que ya existía una grave inequidad a favor de los pensionados RPM y en contra de los del RAI, aun antes del fallo C-734 de 2005. Lo que la Corte ha hecho al declarar inconstitucional el tope de los 20 SML es agravar aún más la inequidad que decía querer corregir. Sencillamente amplió el subsidio a favor del RPM de \$2.4 millones/mes a \$3.3 millones/mes, manteniendo una pensión superior en 67% a la que le correspondería en ausencia de subsidios públicos. Dejamos entonces a nuestros lectores para que reflexionen sobre los criterios de “equidad” que aplicó nuevamente la Corte Constitucional en esta “peluqueada” a los bonos pensionales, tipo “rapada-CC”. **ANIF**

Los bancos multilaterales: ¿dueños vs. usuarios?

(Los desafíos para Luis A. Moreno en el BID)

Sergio Clavijo*

I. Introducción

En esta nota pretendemos “encapsular” algunos de los debates que han surgido en las últimas décadas sobre el accionar y la agenda de los bancos multilaterales (FMI-BM) y su incidencia sobre el caso particular de los bancos regionales (tipo BID y CAF). En particular, trataremos de imaginar qué tipo de desafíos enfrentará el recién posesionado presidente del BID, doctor Luis A. Moreno, quien fuera hasta hace poco el embajador más eficaz y admirado de los últimos tiempos ante Estados Unidos.

La tarea del doctor Moreno no será nada fácil. De una parte, tiene que al menos emular el desempeño del saliente presidente Enrique Iglesias, quien a su llegada al BID (en 1988) se había trazado tres frentes de trabajo, en los cuales hizo progresos notables durante los últimos diecisiete años, a saber: 1) expandió el capital del BID de US\$34.000 millones a más de US\$100.000 millones,

al tiempo que triplicaba los desembolsos a cerca de US\$70.000 millones; 2) creó una agenda más versátil para un mundo global más dinámico y cambiante; 3) se acercó mucho más a la agenda local de los respectivos gobiernos (Iglesias, 2005).

Como veremos, estos progresos en materia de desembolsos y la mencionada flexibilización del BID no han estado libres de problemas. De hecho, cabe destacar que precisamente esa agenda ha hecho pensar a diversos analistas que algunas áreas del BID tienen problemas de: 1) sobreexposición crediticia en países que no han adelantado sanos manejos macroeconómicos (omitimos nombres para no hacernos odiosos); 2) problemas de “riesgo moral”, donde la conjugación de sobreexposición con deficientes políticas terminó dando un pésimo ejemplo de comportamiento crediticio; 3) señales erradas de políticas macroeconómicas, especialmente en lo relacionado con el manejo cambiario en épocas de crisis

(1998-2001), donde la resistencia a la flotación cambiaria terminó por hacer estragos en la región. Lo curioso es que aún hoy en día existen exponentes de esa visión que fracasó tan rotundamente, tales como el propio Cavallo (2004).

II. Dualidad entre países dueños vs. países usuarios: el caso del FMI-BM

Lo primero que cabe señalar es que esta dualidad entre los países que son dueños de las multilaterales (más de 130 miembros) y los países que con frecuencia toman préstamos de esas entidades (no más de unos treinta grandes prestatarios en vía de desarrollo) no debería existir. Es evidente que estas entidades deberían estar principalmente al servicio de los países menos desarrollados, pues estos últimos tienen serias dificultades para

* Director de Anif.
Email: sclavijo@anif.com.co

acceder a los mercados de capitales internacionales, bien por falta de garantías o de una agenda apropiada para el mediano plazo, lo cual en muchos casos justifica el conocido esquema de “condicionalidades”.

En la práctica dominan las decisiones del directorio de los países desarrollados, que no sólo tienen mayoría accionaria (G-7), sino que con frecuencia ejercen (implícita-

de capitalización ya eran evidentes antes de dicha crisis, pero los problemas de liquidez se hicieron palpables con las sobreexposiciones en Corea, Indonesia, Turquía, Rusia, Brasil y Argentina (Meltzer, 2000). Desde entonces se viene discutiendo si las multilaterales no deberían haber adoptado ya un sistema de “graduación de los países” a través del cual se redireccionaría el grueso de los créditos hacia

los países más pobres. De hacerse, estos países grandes tendrían que acudir en mucha mayor proporción al mercado de capitales privado, tipo Wall Street, donde su mayor costo de fondeo se vería compensado por la mayor agilidad y flexibilidad con que se hace la colocación de bonos de deuda soberana en dichos mercados (Mallaby, 2004; Sachs, 2005).

Otro de los problemas que han enfrentado las multilaterales tiene que ver con la falta de transparencia y corresponsabilidad (*accountability*) en muchas de sus acciones, especialmente en el manejo de la crisis del Sureste Asiático y de Argentina. Afortunadamente, algunas de estas lecciones ya se han ido concretando en correctivos. Cabe destacar, por ejemplo, el caso de los mecanismos para ganar transparencia a través del Independent Evaluation Office (IEO), creada desde el año 2001 para examinar en paralelo el accionar del FMI. Esta IEO hizo un crudo y acertado balance de los errores cometidos en Argentina y que condujeron a la cesación de pagos más grande y generalizada en la historia reciente (IMF, 2003). Otro caso interesante y relativamente exitoso

ha sido el del esquema de “descentralización efectiva”, que viene implementando el Banco Mundial desde finales de los años noventa (Mallaby, 2004).

Los bancos regionales (como el BID) también han experimentado algunos cambios positivos, aunque tal vez han sido menos dinámicos que los implementados por el propio Banco Mundial. Es indispensable continuar profundizando la ruta que ha mostrado el IFC-Banco Mundial en materia de alianzas estratégicas con el sector privado, que ahora viene replicando con particular dinamismo la Corporación Andina de Fomento (CAF), a falta de un mayor músculo financiero por parte de la propia Corporación del BID (IIC) y de sus ventanillas hacia el sector privado.

III. El caso del BID

El BID sufrió un efecto similar de sobreexposición al que experimentaron el FMI-BM, aunque ello ocurrió más tarde (2002-2003). Las “ventanillas de emergencia” que se implementaron desde ese entonces prestaron un servicio útil a países con cierta disciplina fiscal y, de hecho, esos países se han movido a prepagar dicho créditos, dados sus elevados costos (incluyendo el caso reciente de Colombia durante 2004-2005). En otros casos, esos créditos de rápido desembolso terminaron “cobrando” a favor de los deudores el “riesgo moral” implícito en la prontitud y la baja “condicionalidad” con que se otorgaron durante los difíciles años de la crisis (1998-2002).

A. La estrategia crediticia

Como es sabido, la agenda crediticia del BID se está viendo presionada y seguramente deberá adoptar un papel de mayor prudencia a la

Otro caso interesante y relativamente exitoso ha sido el del esquema de “descentralización efectiva”, que viene implementando el Banco Mundial desde finales de los años noventa (Mallaby, 2004).

mente) su poder de veto. Para esto último basta con obtener un aliado importante (por ejemplo, EE.UU. con cerca del 18% de la votación tan sólo requiere uno o dos apoyos de G-7) para bloquear acciones que se estimen inconvenientes para el FMI-BM. Esto no es contradictorio con el hecho de que en su mayoría las votaciones figuran como “unánimes” (Lane, 2005), una vez se ha hecho un largo trabajo previo para sólo someter al directorio temas ya muy “cocinados”.

A pesar de la existencia de estos mecanismos, el FMI-BM cayeron en serios problemas de sobreexposición. Esta experiencia está bien documentada, incluyendo los esfuerzos de capitalización que se tuvieron que hacer tras la crisis 1997-1999 (Rubin y Weisberg, 2003). Estas necesidades

hora de los desembolsos, recomponer su portafolio de deudores y focalizar de mejor manera sus créditos hacia los países y sectores de mayor prioridad social. Esta focalización deberá ocurrir precisamente allí donde “Wall Street” no llega y donde sí debería llegar el BID por conocer la mecánica y operación del *pipeline* para otorgar créditos condicionados a políticas de verdadero progreso social.

Es indudable que la solución al problema de adecuadas políticas antipobreza y la focalización de recursos en esa dirección requieren solucionar el conocido conflicto entre “el agente y el principal”. En este caso el “principal” es el país accionista-pobre, el cual está esperanzado en que su “agente” (el presidente del BID y su *staff*) arbitre recursos a su favor, teniendo que enfrentar un directorio de dueños que no siempre tiene una función de utilidad propobres (Anif, 2005). El accionar implícito del BID es que pobres los hay en toda la región y razón no le falta al BID, pues se estima que en América Latina cerca del 44% de la población se encuentra viviendo por debajo de la línea de pobreza (Cepal, 2004). Lo malo es que esa actitud se refleja en que simplemente se reparte por cuotas de accionistas la porción de créditos disponibles, según el apalancamiento posible del Banco en cada momento.

La experiencia internacional muestra que la forma de convertir “democracias inoperantes y antiliberales” es a través de estas instituciones independientes (Zakaria, 2004). Éste ha sido el mecanismo institucional para asegurar que la inflación sea baja (el caso de los bancos centrales independientes) y el comercio internacional fluido (a través de la Organización Mundial del Comercio), etc. Claramente el BID está llamado a llenar este vacío en el frente fiscal, en el gasto social y en la lucha

contra la pobreza. Es allí donde las democracias latinoamericanas muestran sus mayores debilidades y limitaciones (Inter-American Dialogue, 2005).

Sencillamente a la hora nona de otorgar prioridad al gasto social antipobreza existe casi un “imposible categórico” al no poderse organizar una “Junta Fiscal Independiente”, pues las democracias delegan en sus respectivos congresos el ordenamiento de dichos presupuestos. Y allí, en el Congreso, el principio del “agente-principal” no siempre opera para estos propósitos de mejorar el bienestar social de los más necesitados. Así, un desmonte del esquema de grandes volúmenes de créditos de emergencia, que ya cumplieron su papel durante la crisis, le permitiría al BID templar el músculo financiero en estos otros frentes de focalización en el desarrollo de largo plazo, donde la definición de una agenda conjunta con el Banco Mundial y la Cepal produciría sinergias importantes.

Esta estrategia parece tenerla clara el nuevo presidente del BID: “Los Objetivos de Desarrollo del Milenio para 2015 nos proporcionan una valiosa hoja de ruta para enfocar el trabajo del Banco en áreas vitales para el desarrollo sostenible y con equidad ... La gran liquidez actual de los mercados de capitales también nos impulsa a la especialización en áreas donde podamos agregar valor ... En primer lugar, forjar una nueva visión unificada en torno al sector privado...; otra área de gran potencial es ampliar la financiación de proyectos de infraestructura;... así como

oficiar de puente con las comunidades emigrantes...” (Moreno, 2005).

B. La estrategia organizativa

Ha sido común que las multilaterales tengan que “reinventarse” anualmente para enfrentar la evaluación que hacen sus “accionistas” durante el ritual de las asambleas anuales. El común denominador ha sido crear un *moto* temático anual para tal propósito. Éste fue el caso de las variantes del llamado *Contingency Credit Line* (CCL) con el cual el FMI enfrentó sus asambleas poscrisis 1998-2000 (Clavijo, 2000) o el *Sovereign Debt Restructuring Mechanism* (SDRM) con el cual lideró las discusiones poscrisis argentina de 2002-2004. Algo similar hizo el Banco Mundial al proponer el tema de la tecnología (1996-1997) o el de “escuchar y poner a manejar” a los países directamente “su auto de desarrollo”, con los esquemas del *Compre-*

La experiencia internacional muestra que la forma de convertir “democracias inoperantes y antiliberales” es a través de estas instituciones independientes (Zakaria, 2004).

hensive Development Framework (CDF), que dio origen al manejo de una serie de matrices de planeación por país (Wolfensohn, 1999; Mallaby, 2004).

Pero más allá de estos efectos temporales de liderazgo en la discusión (casi restringida a las asambleas anuales), la pregunta de fondo es si ello deja o no una huella positiva sobre la gestión del FMI-BM a la hora de enfrentar los recurrentes pro-

blemas del desarrollo. Claramente en el caso de FMI, ni el CCL ni el SDRM tuvieron aplicaciones prácticas y muchos de quienes asistíamos a estas discusiones los vimos como respuestas de tipo académico a los problemas de contagio (en el caso del CCL) o de “riesgo moral” (en el caso del SDRM). La prueba más contundente de esto es que el directorio del FMI no pudo aprobar ni un

crisis reciente y la ingobernabilidad del período 2003-2005 indican que en Bolivia prevalecen serios problemas macroeconómicos. En cambio, en la orientación de la agenda para el desarrollo, el Banco Mundial ha jugado un papel de líder efectivo, con exitosas implementaciones en todo lo que fue la transición de Europa Oriental exsoviética y en las etapas de posconflicto (Mallaby, 2004). Aquí

resultó decisiva la estrategia de “descentralización”, obligando a buena parte del *staff* del Banco Mundial a mudarse al mundo subdesarrollado y determinar *in situ* las políticas más adecuadas para ese ambiente, ya no dictadas desde Washington, sino vividas localmente en el mundo en desarrollo.

A este último respecto cabe evaluar si el actual grado de des-

centralización del BID es o no adecuado para las tareas que adelanta; una primera evaluación “casuística” nos indica que aquí el problema de *detached management* que sufrió el Banco Mundial no tiene parangón con el que pueda estar enfrentando el BID. Así las cosas, las ganancias en operatividad y eficiencia del BID probablemente descansarán menos sobre una gran revolución “descentralizadora” y mucho más sobre la agilización interna de los procesos y, ante todo, la consistencia que tengan las diferentes áreas al interior de este organismo.

La práctica que muchos vivimos es que la escogencia de las áreas claves de inversión y préstamos las decidía (implícitamente) el FMI-BM; el BID sencillamente procedía a acompañar esos procesos, usualmente bajo el esquema de *burden sharing* (donde cada institución po-

nía su alícuota crediticia). Más aún, la división del trabajo que se dio poscrisis 1997 era que el FMI decidía el marco de “ajuste” macroeconómico, pensando en la consistencia de las políticas fiscales, monetarias, cambiarias y, en segundo orden, la consistencia sectorial (laboral, seguridad social, etc.).

En esta etapa sectorial el liderazgo pasaba a manos del Banco Mundial, donde se combinaban créditos de “uso general y rápido desembolso” con créditos condicionados a progresos en sectores específicos, que impulsaban “reformas estructurales”. Era en esta tercera etapa que aparecía el crucial apoyo del BID, el cual se caracterizó por su agilidad en desembolsos. Esto fue posible gracias a su parcial desentendimiento de todo el proceso anterior (extremadamente complejo) sobre dónde colocar las condicionalidades y qué tipo de marco macroeconómico adoptar para tal o cual país.

No es gratuito entonces el aprecio que siente toda la región por la “generosidad” con la que ha actuado el BID, pues dicha institución no tuvo que hacer las difíciles tareas de discutir la “macro” de los programas, dejándole al FMI su tarea de *oversight* (Lane, 2005). Sencillamente, el BID tuvo que concentrarse en la tarea amable de desembolsar dineros rápidamente y para proyectos concretos, lo cual casi siempre se hizo con la velocidad requerida, no sólo en el caso de los países grandes que ponían mucha presión en el directorio (México, Argentina y Brasil), sino también para los socios intermedios (Perú, Colombia y Chile, etc.).

C. El liderazgo intelectual

Por último, cabe mencionar que el BID, probablemente más consciente de su labor de seguidor en el plano de los programas y de los desembolsos, pronto entendió que para ganar mayor

No es gratuito entonces el aprecio que siente toda la región por la “generosidad” con la que ha actuado el BID, pues dicha institución no tuvo que hacer las difíciles tareas de discutir la “macro” de los programas, dejándole al FMI su tarea de *oversight* (Lane, 2005).

solo crédito bajo el esquema CCL (tras cerca de tres años de perfeccionamiento del instrumento). Claramente la solución de la crisis argentina tomó más la ruta de un “chapter-11” (IMF, 2004), aclarado en las cortes, y de una búsqueda de “masas críticas” que aceptaran la reestructuración de la deuda argentina, donde el papel del FMI fue mínimo, respecto de su propuesta inicial del SDRM (Krueger, 2002).

El caso del Banco Mundial con su CDF es aún más difícil de evaluar, pues se trata de impactos de largo plazo. Por ejemplo, no es nada claro que el haber puesto “en la silla de conducción” a Bolivia durante los difíciles años 1999-2000 haya resultado una estrategia ganadora frente a la alternativa de haber usado condicionalidades tendientes a asegurar reformas estructurales duraderas. La

respetabilidad entre las multilaterales debía al menos montar un área de investigaciones económicas (RES) que estuviera a la altura del FMI-BM. Así, la fortificación de RES le permitió hablar con los centros de investigación del FMI-BM y sentirse vinculado al supuesto anillo de decisiones de las multilaterales.

Sin embargo, el equivalente a RES en el FMI-BM con frecuencia también estaba algo separado de las guías operativas que requerían estas instituciones para enfrentar crisis recurrentes y de grandes magnitudes, como las que llegaron a amenazar la liquidez del FMI-BM a finales de los años noventa. No es de extrañar entonces que RES al interior del BID, si bien elevó su estatura intelectual frente al FMI-BM, sólo logró alejarse aún más de los sectores “operativos” del BID, generando una falsa impresión de coherencia intelectual

frente al resto de las multilaterales. Los sectores de operaciones del BID pronto entendieron que, en medio de esas crisis, la tarea más efectiva era seguir la división de funciones ya mencionada y de esa manera los rápidos desembolsos serían “el valor agregado” del BID en este contexto de *emergency room* que se dio durante todo el período 1998-2004.

Hacia el futuro probablemente el BID se beneficiaría de tener no simplemente un RES que pueda hablar el mismo idioma de sus contrapartes, cosa que ya ha logrado, sino de entablar canales idóneos de comunicación y liderazgo sobre la agenda que atañe a los socios de este organismo. Éste debería ser el resultado natural de una institución que como el BID está mejor parapetada que el FMI-BM para entender las necesidades de la región.

Finalmente, cabe mencionar que la figura del economista jefe no debe

limitarse a mostrar talla de respeto intelectual frente al FMI-BM, sino que debe extenderse a demostrar que entiende bien eso de la praxis en el desarrollo económico. El economista jefe debería ser una persona con el conocimiento académico del caso, pero también con el recorrido práctico de haber tenido que impulsar leyes, enfrentar congresos y, en fin, dimensionar bien las dificultades de la “economía política”, que claramente no pueden ser despreciadas por ningún equipo técnico. Y esto es sin lugar a dudas paradójico, pues el propio RES logró establecer una red de diálogo con los principales ministerios de Hacienda y los bancos centrales de la región. Pero este ejercicio terminó siendo más la agenda de resonancia académica del propio RES que el centro para canalizar y conceptualizar las trabas que enfrentaban los “accionistas” y potenciales prestatarios del BID. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anif (2005), “Crecimiento y pobreza: efectos cascada vs. focalización”, Informe Semanal (mayo 10).
- Cavallo, D. (2004), “Argentina and the IMF During the Two Bush Administrations”, *International Finance*, No. 7:1.
- Cepal (2004), *Panorama Social de América Latina*, Naciones Unidas.
- Clavijo, S. (2000), “Multilateral Agencies and the Asian Crisis: A Borrower’s Country View”, Banco de la República, octubre, disponible en la Web: <http://www.banrep.gov.co/junta/publicaciones/Clavijo/multiengD.pdf>.
- Iglesias, E. (2005), “A Bigger, More Creative, More Efficient Bank”, (IDB America, agosto 30, Interview).
- IMF (2003), “Lessons from the Crisis in Argentina”, Policy Development and Review Department, SM/03/345, octubre.
- IMF (2004), *World Economic Outlook: Advancing Structural Reforms*, abril.
- Inter-American Dialogue (2005), “Latin America Sees Progress”, agosto, disponible en la Web: <http://www.washingtontimes.com/world/20050808-092143-3290.htm>.
- Krueger, A. O. (2002), “Sovereign Debt Restructuring Mechanism: One Year Later”, *Paper* presentado al Banco de México, noviembre 12.
- Lane, T. (2005), “Tensions in the Role of the IMF and Directions for Reform”, *World Economics*, noviembre.
- Mallaby, S. (2004), *The World’s Banker: A Story of Failed States, Financial Crises, and the Wealth and Poverty of Nations*, The Penguin Press, New York.
- Meltzer, A. (2000), *Report of the International Financial Institution Advisory Commission: Final Report to the Congress of the United States of America*, IFIAC, marzo, disponible en Internet.
- Moreno, L. A. (2005), “Mensaje a los funcionarios del BID”, octubre 3.
- Rubin, R. and J. Weisberg (2003), *In an Uncertain World*, Random House.
- Summers, L. (1999), “The Right Kind of IMF for a Stable Global Financial System”, comentarios del London School of Business, diciembre, disponible en Internet.
- Wolfensohn, J. (1999), “A Proposal for a Comprehensive Development Framework”, *A Discussion Draft*, enero.
- Sachs, J. (2005), *The End of Poverty: Economic Possibilities for Our Time*, The Penguin Press.
- Zakaria, F. (2004), *The Future of Freedom: Illiberal Democracy at Home and Abroad*, W.W. Norton Books, New York.

Ahorro e inversión en los años 2006-2010:

¿qué vaticina el modelo de brechas?

Sergio Clavijo y Juan G. Caicedo*

El Departamento Nacional de Planeación tuvo la buena iniciativa de ponernos a pensar en las perspectivas de crecimiento de mediano plazo que enfrenta Colombia para los subperíodos 2006-2010 y 2011-2019. En particular, su programa “Visión Colombia II Centenario: 2019” (DNP, 2005), que se viene discutiendo en diversos foros nacionales, propone consolidar la fase de recuperación actual, que arroja crecimientos promedios de 4% real anual para los años 2003-2005. Esto debe hacerse de tal manera que dicho crecimiento se pueda acelerar a tasas de 5% real anual durante el período 2006-2010 y nuevamente a tasas de 6% real anual durante los años 2011-2019.

Así, la meta que se trasluce para la próxima década es lograr acelerar el crecimiento de nuestro ingreso per cápita a tasas de 3% real por año, lo cual implicaría estar en capacidad de duplicar dicho ingreso cada veinticuatro años. No cabe la menor duda de que esa es una meta ambiciosa cuando se coteja con los hechos his-

tóricos: aun antes de tenerse el efecto contractivo de la crisis de finales de los años noventa, el crecimiento promedio del PIB per cápita durante los años 1965-1996 había sido apenas de 2.4% real por año, lo cual implica que hemos tardado 37 años en duplicar nuestro ingreso real per cápita.

Por ello, resulta fundamental preguntarse sobre cuáles serán las fuentes que permitirán alcanzar y sostener mayores tasas futuras de crecimiento económico. En este sentido, los modelos de brechas, introducidos a mediados de la década de los años sesenta y perfeccionados en las décadas siguientes, resaltan la importancia de la inversión como motor de crecimiento (por el lado de los “usos de recursos”) y la disponibilidad del ahorro tanto interno como externo (por el lado de las “fuentes de recursos”).

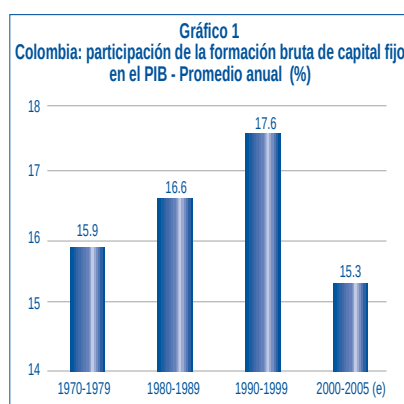
El lado de los “usos” viene determinado a nivel macroeconómico por la orientación que se le dé a temas tan vitales como “la agenda interna” en materia de infraestructura o la forma

como se afecten los componentes del “costo de uso del capital”, donde los incentivos/desincentivos tributarios, las tasas de interés de largo plazo y los aranceles juegan un papel crucial. Por el lado de las “fuentes” se tiene que la estructura de edad poblacional, la duración de los choques externos (alterando los términos de intercambio) y los factores culturales determinan el nivel y la composición del ahorro interno-externo. A continuación procederemos a preguntarnos si la “plataforma de lanzamiento” actual de nuestra economía cumple con una serie de requisitos claves en materia de criterios de nivel-aceleración de inversión-ahorro, de tal manera que esas metas hipotéticas del Plan 2019 resulten razonables para los horizontes allí planteados.

* Director e investigador de Anif, respectivamente. Algunas de las ideas aquí consignadas fueron discutidas en los Informes Semanales No.775 y 807, pero aquí se adelanta un análisis más detallado y profundo. Email: gcaicedo@anif.com.co

I. Las condiciones de inversión: el “uso de los recursos”

A pesar de la reciente recuperación de la inversión en Colombia, la participación de la formación bruta de capital fijo en el PIB se encuentra alrededor del promedio histórico de 17%, nivel que ha resultado insuficiente para sostener tasas de crecimiento real superiores a 5% durante períodos prolongados (gráfico 1). Adicionalmente, la calidad de la inversión no siempre ha sido la más adecuada. Baste recordar que en los años ochenta se prefirieron las grandes hidroeléctricas frente a la estrategia de interconexión vial o portuaria, ocasionando un detrimento en la productividad multifactorial.



Fuente: Banco de la República y cálculos propios.

De los modelos de brechas internas (Chenery y Strout, 1966; Clavijo, 1990 y 1991) es posible derivar dos condiciones para garantizar que los niveles de inversión sean suficientes para lograr un mayor crecimiento económico. El primer criterio indica que la inversión en capital fijo debe ser superior a la tasa de crecimiento económico que se desea, que en este caso se fijó en 4%, la cual coincide con el promedio esperado del período 2003-2006. Nótese que en términos históricos esta condición se cumplió en tres períodos (1975-1980, 1992-1995 y 2001-2005), según se observa en el cuadro 1.

En particular, durante el período de la crisis (1996-2000) esta primera condición no se satisfacía, ya que la inversión en capital fijo se contrajo a un ritmo de -12.4% anual. En el período más reciente (2001-2005) esta condición dio un giro positivo, pues se proyecta que la formación bruta de capital fijo podría crecer a una tasa de 13.9% anual. Así, la economía tendría la capacidad *inicial* de crecer a tasas de 4% o inclusive hasta de 5% anual. Sin embargo, esta condición *inicial* sólo podrá sostenerse si la propensión media a invertir, Formación Bruta de Capital Fijo (FBKF)/PIB, resulta por lo menos suficiente para compensar los cambios que este ma-

yor apalancamiento genere sobre la relación incremental capital/Producto (conocida como ICOR por sus siglas en inglés).¹

A través del ICOR es posible analizar el actual potencial de crecimiento de la economía colombiana. El ICOR es un indicador que pretende medir el impacto de la inversión en capital fijo sobre el crecimiento de mediano plazo. Un ICOR bajo indica una alta productividad de la inversión, lo cual aumenta las posibilidades de crecimiento económico. Por el contrario, un ICOR con valores elevados señala que las inversiones no han madurado para generar aumentos en el producto o que el rendimiento de estas inversiones no es adecuado.

Como se observa en el cuadro 2, el ICOR aumentó durante buena parte de la década del ochenta, cuando la preferencia por las inversiones en megaproyectos de infraestructura pública no logró acelerar el crecimiento. De igual forma, el colapso de la producción real en el período 1996-2000 contribuyó a incrementar el ICOR. Por el contrario, el ICOR disminuyó hacia finales de la década del ochenta y en los primeros años de la década del noventa. En este caso, el mayor dinamismo de la economía,

¹ Incremental Capital Output Ratio.

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

	Crecimiento de la Formación Bruta de Capital Fijo (i) (1)	Crec. FBKF > Crec. deseado del PIB? (i) > 4% real? (1) > 4%?
Períodos		
1975-1980	7.2	Sí
1981-1987	1.4	No
1988-1991	-4.9	No
1992-1995	23.4	Sí
1996-2000	-12.4	No
2001-2005 (e)	13.9	Sí

Computado sobre promedios móviles de tres años.
Fuente: Banco de la República y cálculos propios.

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

	Propensión media a invertir (I/Y) (2)	ICOR (3)	Inversión requerida = (3)X4% real (I/Y) _r (4)	Condición de sostenibilidad (2) ≥ (4)?
Períodos				
1975-1980	15.8	3.7	15.0	Sí
1981-1987	16.9	7.9	31.7	No
1988-1991	15.2	4.1	16.3	No
1992-1995	16.6	4.2	16.6	Sí
1996-2000	19.1	11.0	44.0	No
2001-2005 (e)	14.7	5.4	21.7	No

(e) estimado.
Computado sobre promedios móviles de tres años.

apoyado en los primeros resultados de la apertura comercial (1988-1992), permitió encarrilar las importaciones de bienes de capital hacia actividades más productivas. Finalmente, los efectos positivos del ATPDEA, la mejora en los términos de intercambio, el repunte de la construcción y el impulso a la inversión extranjera, todos factores propulsados por los efectos positivos de la “Seguridad Democrática”, permitieron el aumento de la inversión en los últimos tres años (2003-2005). Aun así, el ICOR del período 2001-2005 se ha mantenido en niveles elevados de 5.4, cifra superior al aceptable 4.1 que se observó en el período 1988-1995 y muy por encima del 3.0 que se registró en los momentos de rápido crecimiento durante los años setenta.

En conclusión, las condiciones de inversión señalan que solamente en los períodos 1975-1980 y 1992-1995 Colombia estuvo en capacidad de crecer a tasas sostenidas superiores a 4% real por año. Bajo las condiciones actuales, Colombia difícilmente podría generar crecimientos económicos prolongados significativamente por encima de 4%. Esto se debe a que si bien la condición marginal de crecimiento de la inversión es satisfactoria, la condición de *nivel* exige elevar la relación inversión/PIB a un promedio quinquenal de casi 22%. Calculando la relación FBKF/PIB, se encuentra que sólo Chile, en América Latina, exhibe hoy niveles del orden

de 21%-23% y de allí su crecimiento promedio del orden de 6% real anual (donde además nos aventajan en materia de calidad de dicha inversión). Ejercicios alternativos indican que para sostener un crecimiento económico de 5% anual en los próximos años en Colombia, dado el ICOR vigente, la participación de nuestra inversión en el PIB debería elevarse a una tasa aproximada de 27% durante el período 2006-2010.²

La desaceleración de la inversión en las últimas dos décadas se había convertido en un serio obstáculo para que la economía alcanzara mayores tasas de crecimiento económico. La pérdida de competitividad que ello había ocasionado explica el rezago histórico que hoy enfrenta el país ante otras naciones que crecen aceleradamente. No por casualidad, los tigres asiáticos, que hicieron grandes esfuerzos en inversión (cuadro 3) y se integraron a la economía mundial, incrementaron su ingreso a un ritmo promedio de 5.9% real per cápita en 1965-2004 (cuadro 4). Esto les ha permitido duplicar su ingreso per cápita cada doce años, mientras que en Colombia este proceso ha tomado casi cuarenta años.

II. El criterio del ahorro: las “fuentes” del crecimiento

Ahora bien, si se quiere alcanzar una relación inversión/PIB que garantice mayores crecimientos futuros, se

debe reflexionar sobre “las fuentes” de los recursos que habrán de permitir dicho repunte. Como es sabido, éstos provienen de dos fuentes principales de ahorro, la del ahorro local y la del llamado ahorro externo que toma la forma de endeudamiento o de inyección de capital foráneo (vía Inversión Extranjera Directa, IED).

La relación ahorro interno/PIB de Colombia ha fluctuado alrededor de 18% en los últimos cincuenta años (gráfico 2). Es claro que la tasa de ahorro colombiana ha resultado muy inferior a la de otros países. Por ejemplo, en China la tasa de ahorro ha promediado cerca de 40% y el Sures-te Asiático registra valores de casi 30% en las últimas décadas (IADB, 2005). No se trata de un simple problema cultural, aunque obviamente estos factores influyen. Las bajas tasas de ahorro también están asociadas a la imposibilidad de organizar la macroeconomía de tal forma que resulte “amigable” con los mercados. Chile ha trabajado durante décadas en esa dirección y, aun con estructuras sociales de orientación “criolla”, ha logrado elevar sus tasas de ahorro

² Cabe mencionar que estos cálculos tienen como base el año 1975, pues usamos los datos del GRECO (2002), para asegurar una adecuada consistencia macroeconómica en términos históricos. Los datos del Dane, con base más reciente de 1994, arrojan niveles de inversión ligeramente superiores a los aquí consignados.

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

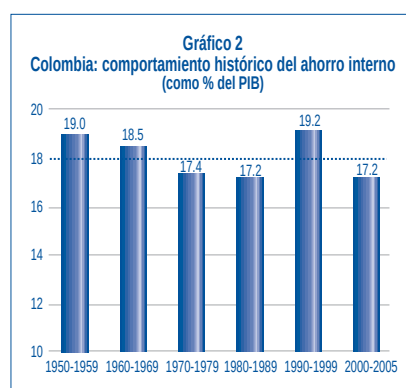
	Promedio 1980-1989	Promedio 1990-1999	Promedio 2000-2004
Corea del Sur*	29.6	35.6	29.4
Singapur	40.2	35.2	25.9
Hong Kong	26.3	29.0	23.2
Chile	17.1	23.5	21.7
Colombia	16.6	17.6	14.5

* Los datos para Corea se encuentran hasta 2003.
Fuente: Banco de la República, Banco Mundial y cálculos propios.

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

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

Fuente: Banco Mundial, FMI y cálculos propios.



Fuente: Banco de la República y cálculos propios.

a niveles aceptables de 24% en las últimas décadas.

Para complementar el análisis de la “brecha de inversión” antes señalada, la segunda parte del modelo se concentra en los llamados “criterios de ahorro”, que vienen a ser las condiciones requeridas para alcanzar, por el lado del ahorro, una determinada tasa de crecimiento económico sostenido. Inicialmente nos preguntaremos por los requisitos para crecer al menos 4% anual. La primera condición señala que la “tasa marginal de ahorro” debe ser superior a la tasa de inversión requerida para crecer al menos 4%. (Aquí suponemos que se tiene una situación histórica en la cual la tasa media de ahorro está por debajo de la tasa requerida de inversión).

El análisis del modelo indica que durante los años 1975-1980, el ahorro

cumplió con la condición de “nivel necesario” para alcanzar crecimientos promedio de 4% anual. En efecto, la relación ahorro/PIB se ubicó en 17.7%, superando la propensión a invertir requerida, que era de 15% (cuadro 5). Posteriormente, el menor crecimiento de la economía durante el período 1981-1987 (sólo 2.2% anual) generó una caída tanto en la tasa de ahorro como en la propensión marginal a ahorrar. Así, la relación ahorro/PIB llegó a 16.4% en esa época, en tanto que la propensión marginal se ubicó en tan sólo 8.7%. Este nivel de ahorro era verdaderamente precario frente al requisito de inversión real (31.7%), para lograr al menos 4% de crecimiento real en ese entonces.

La bonanza cafetera de los años 1986-1988 tuvo efectos positivos sobre el crecimiento de la economía hacia el futuro. En efecto, durante 1988-1991 el PIB real se incrementó al 3.2% anual. Ello permitió la recuperación del ahorro de forma procíclica. Así, tanto la propensión media (19.6%) como la marginal (32.1%) a ahorrar superaron la tasa de inversión requerida de 16.3%. Los años 1992-1995 registraron un repunte aún mayor de la actividad económica, incentivada tanto por la minibonanza cafetera del período 1994-1995, como por el despertar petrolero de ese período. De esta for-

ma, el PIB real se incrementó a un ritmo de 5.5% anual, impulsando nuevamente las tasas de ahorro. En este caso, la propensión media a ahorrar aumentó a 20.6% y la marginal a 22.1%, superando en ambos casos la relación inversión/PIB requerida de 16.6% en ese período.

A pesar de los grandes recursos provenientes de la bonanza petrolera, el período 1996-2000 fue extremadamente difícil, con graves caídas del ahorro. La tasa de crecimiento promedio fue apenas de 0.6% anual y en esos años la relación ahorro/PIB cayó a 17.8%, porcentaje muy inferior a la tasa requerida de inversión de 44%. No obstante, la tasa marginal de ahorro se ubicó en 47.2%, como efecto estadístico del colapso del ingreso.

Finalmente, en el período 2001-2005 la actividad económica ha ido en franca recuperación, aunque su nivel de crecimiento apenas si promedió 3.6% anual. Ello influyó en el comportamiento del ahorro, cuya participación en el PIB descendió a 17.1% y cuya tasa marginal llegó a 20.8%. Los dos indicadores resultaron inferiores a la tasa de inversión requerida de 21.7%, poniendo de presente que los recientes niveles de ahorro son a todas luces insuficientes para generar crecimientos sostenidos del 4% en el futuro.

En resumen, el nivel de ahorro interno tan sólo ha resultado satisfactorio para apuntalar crecimientos reales superiores a 4% anual en tres ocasiones históricas: durante los años 1975-1980, el período 1986-1990 y en los años 1992-1995. Más aún, al igual que con las condiciones de inversión, se realizó un ejercicio alternativo indagando por aquellos períodos en los cuales se hubieran podido cumplir las condiciones de ahorro para crecer a tasas sostenidas de 5% anual. En este caso la conclusión fue que únicamente durante los años 1988-1995 habrían existido las condiciones básicas para ello, pero claramente las bonanzas

Cuadro 5. Condiciones de ahorro para crecer al 4% anual sostenido

Períodos	Propensiones a ahorrar		Inversión requerida (I/Y)r (4)	¿Se cumple? PMA ≥ (I/Y)r? (5) ≥ (4)?	¿Se cumple? PMA ≥ (I/Y)r? (6) ≥ (4)
	Media PMA (5)	Marginal PAA (6)			
1975-1980	17.7	13.4	15.0	Sí	No
1981-1987	16.4	8.7	31.7	No	No
1988-1991	19.6	32.1	16.3	Sí	Sí
1992-1995	20.6	22.1	16.6	Sí	Sí
1996-2000	17.8	47.2	44.0	No	Sí
2001-2005 (e)	17.1	20.8	21.7	No	No

(e) estimado. Computado sobre promedios móviles de tres años.

Fuente: cálculos propios.

cafeteras-petroleras no se “sembraron” de forma adecuada.

Esto hace evidente que las aspiraciones de poner a crecer la economía al 5% anual durante el período 2006-2010 todavía luzcan exigentes y de allí la importancia de perseverar en las reformas estructurales de largo plazo a nivel tributario, comercial y laboral. También es indispensable pensar en “sembrar” adecuadamente el actual auge de términos de intercambio del período 2003-2005 en materia de petróleo, carbón y ferromniquel, de tal manera que la actividad exploratoria permita echar las bases de mayores hallazgos en estos frentes y poder aprovechar así los futuros ciclos alcistas en los precios de dichos commodities.

Los determinantes del bajo ahorro en Colombia son numerosos (Anif, 2005). Una alta proporción de la población no genera suficientes ingresos que les permitan proveer mayor ahorro, con lo cual la tarea recae en manos de los hogares de mayores recursos económicos. Sin embargo, la experiencia internacional muestra que el ingreso no es el único determinante del ahorro. De hecho, existen países con altos niveles de ingreso per cápita y bajas tasas de ahorro, como Estados Unidos e Inglaterra, en tanto que hay países con ingresos por habitante inferiores a los de Colombia, como China (IADB, 2005), que ahorran una mayor proporción de su producto (gráfico 3). Otros estudios han encontrado que el ahorro no obedece exclusivamente a factores económicos, sino que también responde a influencias culturales, que requieren más estudio sociológico. En este caso, las decisiones de ahorro conducen a soluciones subóptimas desde el punto de vista social, o a que inclusive individuos con entendimiento racional del problema obren “irracionalmente” en la vida práctica.

También cabe señalar que el bajo acceso al sistema financiero en Colombia dificulta la canalización del ahorro. El análisis de Tova (2005) señala que apenas el 30% de la población en Bogotá tenía acceso al sistema bancario. Además, los canales de ahorro de largo plazo son de creación relativamente reciente, pues las AFP nacieron con la Ley 100 de 1993.

Finalmente, las cifras de ahorro macroeconómico esconden la perturbación generada por el bajo o nulo

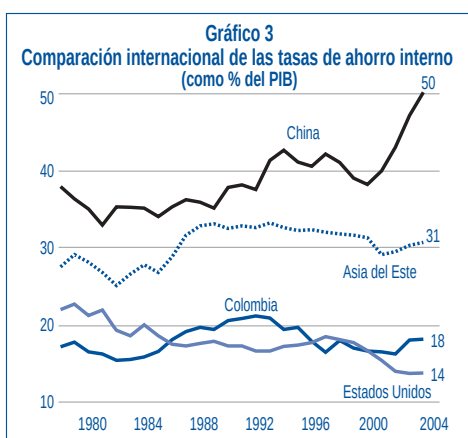
trahal ha deteriorado el ingreso disponible privado, como lo habían señalado López *et al* (1996). Esto ayuda a explicar porque en años recientes la tasa de ahorro ha crecido a un ritmo tan lento, a pesar de que el consumo de los hogares también se mantenía en niveles relativamente bajos.

III. La brecha externa

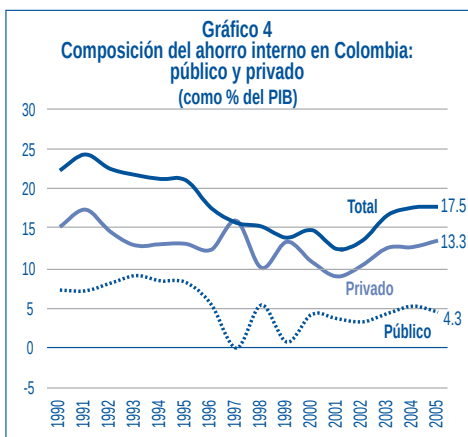
En el caso en que el nivel de ahorro resulta insuficiente para financiar la inversión, las exportaciones contribuyen al crecimiento económico al permitir una mayor entrada de divisas, las cuales sirven para importar los bienes de capital necesarios para acelerar el crecimiento económico. El criterio de comercio establece que el crecimiento de las exportaciones no financieras debe exceder el crecimiento deseado del PIB o, alternativamente, la propensión marginal a importar debe ser muy inferior a la participación de las importaciones en el PIB.

De acuerdo con los resultados del cuadro 6, las condiciones de brecha externa también ayudan a explicar porque no se tenían condiciones para lograr crecimientos sostenidos por encima de 4% anual. Sólo durante la segunda mitad de la década del setenta y hacia comienzos de la década de los años noventa se habrían dado las condiciones de comercio exterior necesarias para alcanzar y sostener crecimientos del PIB superiores a 4%.

Estas mismas conclusiones se mantienen en el caso en el que se fija la tasa de crecimiento objetivo al 5% real anual. Por ello, si se quiere acelerar el crecimiento al 5% real por año durante los años 2011-2019 será indispensable fortalecer la estrategia exportadora a través del TLC, la cual permitirá aumentar la entrada de divisas que servirá para apalancar los futuros proyectos de inversión.



Fuente: FMI (World Economic Outlook, septiembre 2005), Greco (2002) y cálculos propios.



Fuente: Ministerio de Hacienda, FMI y cálculos propios.

ahorro del gobierno. El ahorro público pasó de representar 7.1% del PIB en 1990 a sólo 4.5% en 2004 y se ha estimado que inclusive podría haber descendido en 2005 (gráfico 4). La mayor tributación que busca cerrar el déficit operativo del Gobierno Cen-

Cuadro 6. Condiciones de comercio requeridas para crecer al 4% anual sostenido

Períodos	Propensiones a importar		Media/Marginal PAI/PMI (9)	Exportaciones		Factor Ø (12)	¿Se cumple? PAI/PMI ≤ Ø? (9) ≥ (12)
	Media PMI (7)	Marginal PAI (8)		Crecimiento (e) (10)	Expo./Impo. (X/M) (11)		
1975-1980	15.4	13.4	0.8	6.0	95.6	1.3	Sí
1981-1987	17.9	15.1	0.7	5.2	83.5	0.5	No
1988-1991	15.3	12.1	0.8	8.7	121.6	4.5	Sí
1992-1995	23.1	93.9	4.1	3.6	101.2	1.0	No
1996-2000	28.6	7.3	0.2	6.0	81.7	0.2	Sí
2001-2005 (e)	26.3	82.6	3.1	3.2	101.3	0.9	No

(e) estimado. Fuente: Dane y cálculos propios.

$$\frac{PAI}{PMI} \leq \emptyset? \text{ Donde } \emptyset = \frac{(X/M)(1+e)^t - 1}{(1+4\%)^t - 1}$$

IV. Conclusiones

De cara al TLC, la agenda interna del país deberá centrarse en impulsar mucho más la productividad multifactorial. Sin embargo, la lección de los años ochenta indica que solamente la inversión eficiente deja un efecto duradero sobre el crecimiento económico. La focalización de la inversión en transporte e infraestructura relacionada con el comercio internacional deberá convertirse en la prioridad.

En este frente se pueden extraer dos lecciones claves: 1) dadas las restricciones presupuestales, se hace evidente la necesidad de abrirle mayores espacios a la inversión privada, con reglas de juego claras y estables hacia el mediano plazo, para que este sector logre adelantar dichas obras bajo el ya probado sistema de concesiones; y 2) es fundamental lograr una ordenada agenda interna con claras prioridades; no se podrán abordar simultáneamente todos los frentes deseados, luego las vías de salida hacia el mar deben tener clara prioridad, así como sus canales de entrada y salida desde las principales ciudades del país.

Otra conclusión que emerge del análisis de estos modelos de brechas es la necesidad de elevar los actuales

niveles de ahorro para apoyar el crecimiento de la inversión y evitar así presiones indeseadas sobre la balanza de pagos. De allí la importancia de continuar incrementando el ahorro interno, a la vez que la consolidación de la “Seguridad Democrática” facilita la atracción del capital extranjero. Aunque la pobreza y la limitada cultura del ahorro en Colombia son obstáculos serios, es importante alimentar los canales del ahorro. En esto las AFP vienen cumpliendo una tarea importante, pero

es evidente que la informalidad todavía representa una amenaza permanente para lograr llevar la cobertura efectiva a niveles del 50% de la población económicamente activa, en vez del lánguido 20% de cobertura actual. Por todas estas razones es claro que la reforma estructural a las finanzas públicas (tributación y transferencias) es cada vez más apremiante, de tal manera que se provean las condiciones necesarias para impulsar el ahorro público y privado. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Anif (2005), “Memorias del Primer Gran Foro del Ahorro y de la Planeación Financiera Anif-Skandia”, abril.
- Chenery, H. and Strout M. (1966), “Foreign Assistance and Economic Development”. *The American Economic Review*, septiembre.
- Clavijo S. (1990), “El crecimiento y la relación incremental capital/producto en Colombia: un enfoque de oferta agregada 1950-1989”, *Coyuntura Económica*, septiembre.
- Clavijo S. (1991), “Interrelaciones entre el crecimiento, la productividad y el sector externo: algunas estimaciones y simulaciones para Colombia”, *Revista Desarrollo y Sociedad*, No. 28, septiembre.
- DNP (2005), *Visión Colombia II Centenario*, agosto.
- GRECO - Grupo de Estudios del Crecimiento Económico (2002), “El crecimiento económico colombiano en el siglo XX”, Banco de la República.
- IADB (2005), *The Emergence of China: opportunities and challenges to Latin America and the Caribbean*, InterAmerican Development Bank, marzo.
- López A., Gómez C. y Rodríguez N. (1996), “La caída de la tasa de ahorro en Colombia durante los años noventa: evidencia a partir de una base de datos para el período 1950-1993”, *Borradores Semanales de Economía*, No. 57, agosto.
- Tova M. (2005), “Financial exclusion: a new angle to urban poverty in Latin America”, Banco Mundial, *En Breve*, No. 77, septiembre.

Transmisión de precios en el mercado andino del aceite de palma

Marisol Cuéllar Mejía ¹

1. Introducción

La política estatal agrícola mundial gira básicamente alrededor de dos objetivos que se contraponen entre sí: 1) mantener una relación dada entre los precios domésticos y los internacionales y 2) minimizar las fluctuaciones en los precios domésticos al productor. Quiroz y Soto (1995) encuentran evidencia que sugiere que los gobiernos en el mundo le otorgan más peso (90%) al objetivo de estabilizar precios frente al de mantener los incentivos domésticos en línea con las señales de precios internacionales.

En un mercado mundial integrado, la determinación de los precios domésticos de un país pequeño debería ser una función directa de los precios internacionales. El problema es que en la mayoría de países en desarrollo existe la creencia, cierta o no, de que los precios internacionales están tan distorsionados por los subsidios que otorgan los países desarrollados a su agricultura, que no representan una base sólida para la determinación del verdadero nivel de competitividad de los bienes im-

portables producidos domésticamente. En consecuencia, los gobiernos de los países en desarrollo intervienen intensivamente en los mercados agrícolas a través de una gran variedad de barreras comerciales y políticas gubernamentales. Estos instrumentos generan una brecha entre los precios al productor y los precios internacionales, creando una intervención directa sobre los precios, lo cual afecta las realidades de exceso de oferta y demanda en los mercados domésticos de productos básicos.

El grado de distorsión existente en los precios internacionales y la naturaleza y magnitud de la inestabilidad de precios determinan el escenario en el cual la transmisión de precios se convierte en una preocupación relevante.

A la luz de estas consideraciones, este documento tiene como propósito estimar la elasticidad de transmisión de los precios internacionales a los precios domésticos al productor para el caso específico del aceite de palma. Se incluyen en el análisis los tres principales países productores de aceite de palma en el mercado

andino (Colombia, Ecuador y Venezuela). Así mismo, se incluye a Malasia, primer productor mundial, con el fin de observar cómo se compara el proceso de determinación de precios internos en un país grande o formador de precios mundiales con el que ocurre en un país pequeño.

El interés de investigar la transmisión de los precios externos a los domésticos en el caso particular del aceite de palma se origina en tres hechos que hacen que un mejor entendimiento de lo que ha sido tal transmisión durante los últimos años sea de vital importancia. El primero tiene que ver con el hecho de que durante los últimos años el aceite de palma se ha convertido en uno de los productos agrícolas más dinámicos de la región en términos de producción y excedentes exportables. El segundo tiene que ver con los efectos que una baja transmisión puede ocasionar en términos del crecimiento

* Economista de Anif. Este artículo es un resumen de la tesis de la autora para obtener el título Magíster en Economía de la Universidad del Rosario. Email: mцуellar@anif.com.co

del margen entre ambos precios y, por ende, en el crecimiento de la demanda interna y externa de este producto. El último está relacionado con el hecho de que la liberación de los mercados requiere sectores productivos cada vez más competitivos, capaces de internalizar completamente las señales de los precios internacionales. Este último hecho cobra mayor importancia de cara a la entrada en vigencia de los diversos acuerdos comerciales que se están adelantando en la región.

Revisión de literatura y marco conceptual para el análisis

La transmisión de precios se ha convertido en un tópico de interés para los economistas agrícolas alrededor del mundo (ver cuadro anexo). Los trabajos más recientes se centran en modelos econométricos de series de tiempo más que en modelos estructurales. Es decir, los factores determinantes de la transmisión de precios son tratados como información primaria externa que debe ser confirmada con los resultados econométricos y no como el producto de una estructura teórica. En términos generales, la evidencia en torno al grado en el cual las señales de los precios internacionales son transmitidas a los mercados domésticos de productos básicos es mixta.

El modelo teórico desarrollado por Mundlak y Larson (1992), basado en la Ley de Un Solo Precio¹, muestra cómo los cambios en los precios internacionales se transmiten a los precios domésticos. Según este modelo los precios domésticos pueden escribirse como función del precio internacional, la tasa de cambio, la política comercial y los costos de transacción.² Dependiendo de su posición comercial, de exportador o importador neto, hay dos precios que

determinan el precio de los bienes producidos localmente, éstos son:

El precio de paridad de importación:

$$P_D^M = (P_W + C_F) * E * (Tax_M) + C_T$$

$$P_D^M = (C_T + C_F * E * Tax_M) + (E * Tax_M) * P_W$$

El precio de paridad de exportación:

$$P_D^X = (P_W - C_F) * E * (Tax_X) - C_T$$

$$P_D^X = (-C_T - C_F * E * Tax_X) + (E * Tax_X) * P_W$$

Donde P_D^M y P_D^X son los precios de paridad de importación y exportación a nivel del productor, P_W es el precio internacional en términos FOB, C_F es el costo de los fletes internacionales (entre el puerto y el mercado internacional), E es la tasa de cambio, Tax_M y Tax_X son los aranceles *ad valorem* definidos como $(1+t)$, donde t es la tasa arancelaria sobre los importados y $(1-t)$ sobre los exportados y C_T son los fletes internos (entre el puerto y la finca).

Como puede observarse las dos ecuaciones anteriores relacionan los precios domésticos e internacionales en forma lineal. Esto es, ambas pueden reescribirse como: $P_D = \mu + \beta P_W$, donde el parámetro de transmisión de precios (β) resume los efectos totales de un conjunto de factores que afectan las señales de precios. Por su parte, el término constante (μ) incorpora los efectos de aquellos elementos que cambian proporcionalmente con los precios internacionales.

Dependiendo de las características del mercado o de las distorsiones a las cuales está sujeto, la relación entre los precios domésticos y los internacionales puede comportarse de diversas formas. Teniendo en cuenta este hecho, el concepto de transmisión de precios puede pensarse como un conjunto de tres componentes (Balcombe y Morrison, 2002):

El primero de ellos es el **comovimiento y integridad** del ajuste que implica que los cambios en los pre-

cios son transmitidos completamente de un mercado a otro en todos los puntos del tiempo.

El segundo es la **dinámica y velocidad** del ajuste que implica el proceso y la tasa a la cual los cambios en los precios son filtrados de un mercado a otro. Los cambios en los precios en un mercado pueden necesitar tiempo para ser transmitidos a otros mercados por varias razones, las cuales van desde políticas comerciales, número de eslabones en el mercadeo, acuerdos contractuales entre los agentes económicos, manejo de inventarios, retrasos causados en el transporte o procesamiento, hasta la escasez relativa del producto en el mercado interno o la disponibilidad de sustitutos cercanos. Entonces, en el entendimiento del grado en el cual los mercados están integrados, es importante tanto la distinción entre transmisión de precios de corto y largo plazo, como la velocidad a la cual los precios se ajustan a su relación de largo plazo.

El tercero es la posible existencia de **asimetría** de la respuesta que implica que los movimientos ascendentes y descendentes en los precios son simétrica o asimétricamente transmitidos de un mercado al otro, es decir, el ajuste se da de manera no lineal. La literatura sobre el tema relaciona frecuentemente las asimetrías en la transmisión de precios con la existencia de factores como la presencia de poder de mercado, el comportamiento de los inventarios, etc.

¹ La cual postula que en ausencia de barreras comerciales, el precio de un mismo bien puesto en países distintos sólo debe diferir en los costos de transacción, es decir, todos aquellos costos en que se incurre para llevar el bien de un país a otro.

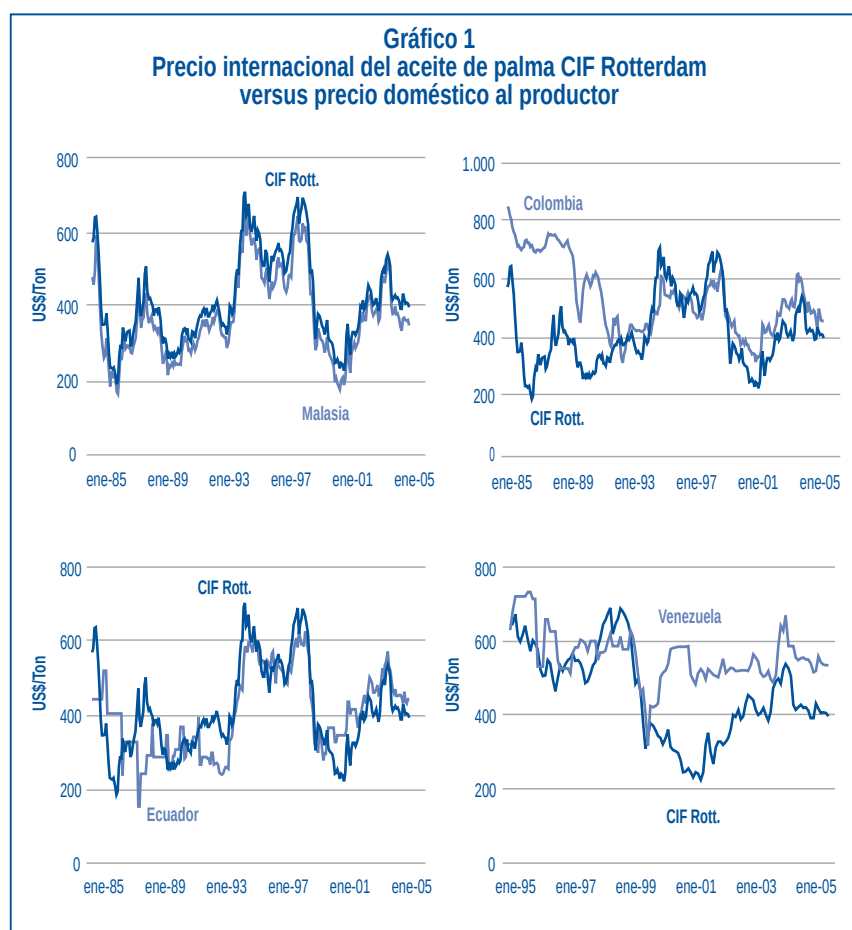
² Los costos de transacción incluyen los fletes internos de transportar el producto del sitio de producción al puerto, los fletes internacionales, seguros, gastos portuarios y aranceles.

Sin entrar en detalles metodológicos por facilidad de presentación, es útil mencionar que varias técnicas de series de tiempo pueden usarse para probar cada uno de los componentes de la transmisión de precios. En particular, los ejercicios de cointegración, causalidad, mecanismo de corrección de errores lineal y no lineal, que se utilizan en este documento, permiten probar la existencia o inexistencia de relaciones en el corto y largo plazo entre los precios internacionales y los domésticos y de esta manera caracterizar el proceso de transmisión de precios.

3. Análisis de resultados

El ejercicio empírico se basa en información mensual para el período enero 1985-agosto 2005 en el caso de Colombia, Ecuador y Malasia. Para Venezuela sólo se dispone de información de precios domésticos desde 1995. Como precio internacional de referencia se utilizó la cotización CIF Rotterdam, que corresponde al precio *spot* para las importaciones destinadas al mercado de la Unión Europea. Para todas las series se utiliza la transformación logarítmica.

El ejercicio econométrico propuesto parte del análisis de las propiedades dinámicas de las series. Se aplicó prueba de Dickey-Fuller Aumentada (ADF) sobre las series en niveles y en primeras diferencias para contrastar la presencia de raíces unitarias. La evidencia indica que todas las series de precios en cuestión, con excepción del precio doméstico al productor en Venezuela, presentan raíz unitaria en sus niveles pero son estacionarias en sus primeras diferencias, lo que indica que son integradas de orden 1, resultado que permite continuar con las pruebas de cointegración y la estimación de los modelos de corrección de errores para cada país, excepto Venezuela.



Fuente: Oil World, Fedepalma, Ancupa y Acupalma y cálculos del autor.

Malasia

Cuando se comparan los precios domésticos al productor en Malasia con el precio de referencia en el mercado internacional, se observa claramente que las dos series de precios se mueven juntas en el tiempo (gráfico 1). La prima del precio internacional sobre el precio de referencia para las ventas internas (precio que utilizamos como proxy del precio al productor) fluctúa alrededor de US\$43, valor que es básicamente el flete de Malasia a Rotterdam. Esto puede considerarse como un primer indicio de que en el caso del aceite de palma, el mercado malayo está completamente integrado con el mercado internacional. De hecho se cumpliría la Ley de Un Solo Precio.

Las estimaciones econométricas confirman que efectivamente los dos mercados están altamente integrados tanto en el largo como en el corto plazo. La elasticidad de transmisión resultó significativa y cercana a 1, 0.92. En cuanto a la dinámica de corto plazo, el Modelo de Corrección de Errores estimado sugiere que el proceso de ajuste es relativamente rápido. Cerca del 34% de la discrepancia del equilibrio de largo plazo se corrige cada mes y el 83% de un cambio dado en el precio al productor malayo se transmite contemporáneamente al precio internacional. Esto implica que el precio internacional se ajusta completamente en aproximadamente tres meses a los cambios en el precio al productor de aceite de palma en Malasia. Adicionalmente,

se encontraron evidencias que señalan que el precio internacional reacciona en forma diferente a incrementos que a descensos en el precio al productor (cuadros 1 y 2).

La prueba de causalidad de Granger arroja indicios de causalidad bilateral o recíproca, resultado que es totalmente intuitivo dado que Malasia es el principal productor mundial de aceite de palma y además dirige la mayor parte de su producción al mercado de exportación. Esto implica que cualquier cambio en las condiciones de oferta en Malasia afecta al mercado internacional y, viceversa, cualquier choque en la demanda es absorbido por los productores malayos. Por esta razón, tanto la ecuación de cointegración como el Modelo de Corrección de Errores toman

como variable dependiente el precio internacional.

Mercado andino (Colombia, Ecuador y Venezuela)

Para el caso de Colombia, se observa que entre 1985 y 1991 el precio doméstico al productor siguió una tendencia completamente ajena a la del precio internacional, ubicándose significativamente por encima de éste. Sólo desde 1992 las dos series comenzaron a mostrar cierta correspondencia. El caso de Ecuador contrasta con el de Colombia, por lo menos hasta 1994, pues mientras que los productores colombianos gozaban de un precio significativamente superior al internacional, los productores ecuatorianos recibían precios inferiores. Sin

embargo, durante estos primeros años el precio doméstico al productor en Ecuador guardó una mayor correlación con el internacional que lo que se observaba para Colombia (gráfico 1).

Esto significó que en el período 1985-2005 los precios domésticos al productor, tanto en Colombia como en Ecuador, y los precios internacionales no estuvieran cointegrados (cuadro 1). Una tasa de cambio devaluada y protecciones altas pudieron ser las principales razones para que no fuera posible la transmisión del precio internacional al doméstico durante este primer período. Estos dos hechos encarecían los productos importados que competían con la producción nacional, impidiendo las operaciones de arbitraje y permitiendo que el pre-

Cuadro 1. Pruebas de cointegración

(a) Colombia - Mercado internacional							
Período	λ	H_0	H_1	λ -max statistic	H_0	H_1	λ -Trace statistic
1985-2005	0.04	$r = 0$	$r = 1$	9.68	$r = 0$	$r \geq 1$	12.87
	0.01	$r \leq 1$	$r = 2$	3.19	$r \leq 1$	$r > 2$	3.19
1992-2005	0.09	$r = 0$	$r = 1$	15.91 **	$r = 0$	$r \geq 1$	18.41 **
	0.02	$r \leq 1$	$r = 2$	2.50	$r \leq 1$	$r > 2$	2.50
(b) Malasia - Mercado internacional							
Período	λ	H_0	H_1	λ -max statistic	H_0	H_1	λ -Trace statistic
1985-2005	0.15	$r = 0$	$r = 1$	40.92 **	$r = 0$	$r \geq 1$	46.87 **
	0.02	$r \leq 1$	$r = 2$	5.96 **	$r \leq 1$	$r > 2$	5.96 **
1992-2005	0.09	$r = 0$	$r = 1$	15.36 **	$r = 0$	$r \geq 1$	18.09 **
	0.02	$r \leq 1$	$r = 2$	2.73	$r \leq 1$	$r > 2$	2.73
(c) Ecuador - Mercado internacional							
Período	λ	H_0	H_1	λ -max statistic	H_0	H_1	λ -Trace statistic
1985-2005	0.04	$r = 0$	$r = 1$	10.19	$r = 0$	$r \geq 1$	14.49
	0.02	$r \leq 1$	$r = 2$	4.30	$r \leq 1$	$r > 2$	4.30
1995-2005	0.09	$r = 0$	$r = 1$	11.64	$r = 0$	$r \geq 1$	14.88 *
	0.02	$r \leq 1$	$r = 2$	3.23 *	$r \leq 1$	$r > 2$	3.23 *

Nota: r denota el número de vectores de cointegración.

*, **, *** se rechaza la hipótesis nula al 10%, 5%, 1%, respectivamente.

Modelo: Intercept (no trend) in CE and test VAR (dos rezagos).

cio doméstico al productor se ubicara sustancialmente por encima de la cotización internacional.

Bajo la política de sustitución de importaciones, el sector de aceites y grasas colombiano contó con altas protecciones arancelarias y paraarancelarias. Según un estudio reciente de Agrocadenas, el arancel promedio para los aceites crudos fue de 58% entre 1985 y 1990. Adicionalmente, existía un sistema de licencias de importación y cuotas, así como vistos buenos por parte del Ministerio de Agricultura, que autorizaba importaciones de acuerdo con la situación de producción y de abastecimiento interno. Esto llevó a que la protección a la producción doméstica se incrementara dramáticamente. En el gráfico 2 se observa que la protección nominal que recibió el aceite de palma en el mercado nacional como resultado de las políticas gubernamentales alcanzó casi el 200% en 1986.

A partir de 1992 el panorama cambió radicalmente. El mercado doméstico comenzó a incorporar las señales de los precios internacionales, probablemente debido a tres hechos: 1) la apertura económica hizo que los productores nacionales se enfrentaran de nuevo a la competencia de las importaciones; 2) Colombia comenzó a tener excedentes para la exportación; y 3) la adopción temporal por parte del gobierno de los acuerdos de

absorción de cosechas implicó el diseño de una fórmula concertada entre agricultores e industriales para atar el precio doméstico al precio internacional. Ese acuerdo, aunque duró poco, sentó unas buenas bases. No obstante, también hay que tener en cuenta que durante este período empezaron a operar instrumentos como el Sistema Andino de Franjas de Precios (1994) y el Fondo de Estabilización de Precios (1998) que podrían haber debilitado la transmisión de precios, por lo menos en el corto plazo.

Por su parte, en Ecuador el precio local del aceite de palma fue fijado por el Estado hasta 1991, lo cual explica la discrepancia encontrada frente al precio internacional (gráfico 3).

El análisis del efecto de la política cambiaria en estos dos países resulta muy interesante. Durante este período Colombia fijaba diariamente su tasa de cambio por medio de un sistema de minidevaluaciones nominales conocido como *crawling peg*, política que hizo que Colombia devaluara su moneda en promedio 30% anual durante este período (gráfico 4). En el caso de Ecuador, se observan devaluaciones muy fuertes (siempre superiores a las observadas en Colombia) antes del proceso de dolarización emprendido en 2000 (gráfico 5). En ambos países la tasa de cambio pudo jugar a favor

del debilitamiento de la transmisión de los precios internacionales a los domésticos en algunos momentos del tiempo.

El ejercicio de cointegración se repitió tomando como períodos de análisis 1992-2005 y 1995-2005 para Colombia y Ecuador, respectivamente. En ambos casos se encontraron evidencias suficientes que respaldan la existencia de una relación de equilibrio de largo plazo entre el precio internacional y el precio doméstico al productor de aceite de palma (cuadro 1).

Siguiendo la metodología propuesta por Rapsomanikis *et al.* (2003), se descompuso el concepto de transmisión de precios en sus componentes teóricos: evolución conjunta y compleción, dinámica y velocidad del ajuste y respuesta simétrica. El análisis de estos componentes arrojó los siguientes resultados: 1) elasticidades de transmisión relativamente altas en ambos países; 2) un ajuste a los desequilibrios más rápido en Colombia que en Ecuador, y 3) una elasticidad de corto plazo mayor en Ecuador que en Colombia. Así mismo, se encontraron evidencias de un ajuste asimétrico de regreso al equilibrio de largo plazo en el caso de Colombia, lo que implica que los descensos en los precios internacionales se transmiten más rápidamente que los incrementos a los precios domésticos (cuadros 2 y 3).



Fuente: Oil World y Fedepalma. Cálculos del autor.



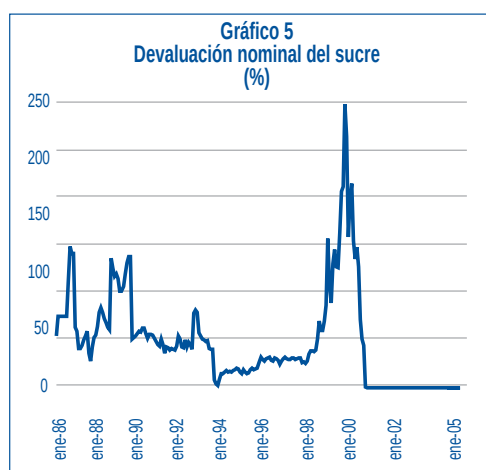
Fuente: Oil World y Ancupa. Cálculos del autor.



Fuente: FMI.

Una posible explicación a la mayor elasticidad de transmisión de corto plazo en Ecuador que en Colombia puede originarse en las diferencias en los techos arancelarios que estos países consolidaron ante la OMC. Ecuador consolidó un techo arancelario de 35% para el aceite de palma. En consecuencia, cuando los precios internacionales son demasiado bajos, el SAFP es poco efectivo debido a que impone restricciones a la aplicación del derecho variable adicional. Así, durante gran parte del período estudiado los aranceles resultantes del SAFP fueron superiores a este techo arancelario. Entre julio de 1999 y marzo de 2002 los aranceles estuvieron particularmente altos, el SAFP arrojó un arancel promedio de 96% para el aceite de palma y de 73% para el aceite de soya, pero Ecuador debía limitarlos al 35%. Esta situación hizo que los precios al productor en Ecuador estuvieran más expuestos a las fluctuaciones de los precios internacionales, razón por la cual las dos series empezaron a estar más integradas en el corto plazo (gráfico 6).

A diferencia del caso de Ecuador, la notificación arancelaria de Colom-



Fuente: FMI.

bia le permitió administrar la variabilidad de los aranceles sometidos al SAFP durante gran parte del período estudiado. Sin embargo, mediante el Decreto 2650 de 1999 se estableció que desde enero de 2000 el arancel total para las franjas de precios de los aceites de soya y palma no podría ser superior al 40%, lo cual le ha permitido al país recuperar parte de la competitividad que había perdido respecto a sus vecinos (cuadro 4).

Otro resultado interesante del ejercicio econométrico es que, interpretando el R^2 como la proporción de la

variabilidad del precio internacional atribuible a los cambios en el precio doméstico, se observa que mientras el 83% de la variabilidad en el precio internacional se explica por el comportamiento del precio doméstico en Malasia, en Colombia y Ecuador los precios internacionales sólo explican una tercera parte (35%). Este resultado reafirma el importante rol que tienen variables como la política comercial y el comportamiento de la tasa de cambio en la determinación de los precios domésticos al productor.

Finalmente, en el caso de Venezuela puede observarse cómo el precio pagado a los productores de aceite de palma exhibe una tendencia mucho más suavizada que la del precio internacional (gráfico 1). La baja correlación existente entre el precio doméstico al productor y el precio internacional es particularmente evidente entre 2000 y 2002. Este resultado puede explicarse por dos razones: 1) el inexistente rol de Venezuela como exportador de aceite de palma y 2) la existencia de una política comercial altamente proteccionista (gráfico 7).

Cuadro 2. Dinámica de largo y corto plazo (MCE lineal)

$$\Delta P_{1t} = \mu + \alpha(P_{1t-1} - \beta P_{2t-1}) + \sum \delta_i \Delta P_{1t-i} + \sum \gamma_k \Delta P_{2t-k} + v_t$$

	Elasticidad de transmisión de LP o parámetro de cointegración (β)	Efecto contemporáneo o elasticidad de corto plazo (γ_0)	Coefficiente de corrección de errores o velocidad de ajuste (α)	No. de períodos para completar el 95% del ajuste
Malasia				
1985:01-2005:08	-0.92 ***	0.83 ***	-0.34 ***	3
Colombia				
1992:01-2005:08	0.54 ***	0.16 ***	-0.28 ***	9
Ecuador				
1995:01-2005:08	0.62 ***	0.25 **	-0.14 ***	18

Notas: el MCE para Malasia también incluye intercepto, ΔPw_{t-12} , $\Delta Pmalasia_{t-12}$.

El MCE para Colombia también incluye intercepto, ΔPw_{t-1} , $\Delta Pcolombia_{t-1}$.

El MCE para Ecuador también incluye intercepto, ΔPw_{t-1} .

*, **, *** denotan significancia estadística al 10%, 5%, 1%, respectivamente.

El número de períodos que toma transmitirse K% del choque puede ser calculado como: $n = [\ln(1-k) - \ln(1-g_0)] / \ln(1-a)$.

La revaluación del bolívar a partir de 1997 (gráfico 8) favoreció el aumento de la importación de productos elaborados frente a la de aceites crudos que llevó a implantar un sistema de licencias previas de importación en 1999. Las licencias vinieron acompañadas de requerimientos de absorción de la producción doméstica como prerequisite para otorgarlas, aunque no se fijó un precio mínimo de compra. Se establecieron contingentes para todos los aceites con arancel fijo de 40%, una vez alcanzadas tales cuotas, si se aplican las tarifas arancelarias del SAFP. Esta medida le ha dado estabilidad al precio doméstico, pues elimina el efecto de los altos derechos variables adicionales y de las rebajas arancelarias. Adicionalmente, desde noviembre de 2001 se aplica un impuesto de 29% y un requisito de licencia previa para la importación de varios productos de la cadena oleaginoso provenientes de Colombia y Perú. Esto quiere decir que mientras Colombia y Ecuador abandonaban las medidas no arancelarias, Venezuela mantuvo las restricciones en cantidades, las cuales tienen los mayores efectos sobre la transmisión.

En 2000, Acupalma, el gremio que agrupa a los productores de aceite de palma en Venezuela, y las empresas industriales demandantes de esta materia prima en ese país suscribieron un acuerdo para fijar el precio de adquisición de una tonelada de

aceite crudo de palma en planta extractora. Éste sería calculado mensualmente con base en unas fórmulas que toman el precio menor entre el valor alterno de importación del aceite crudo de soya de origen Argentina y el valor alterno de importación del aceite crudo de palma de origen Malasia. Esto ha hecho que desde mediados de 2003 los precios domésticos al productor hayan empezado a reaccionar más ante los cambios en el precio internacional.

2. Conclusiones

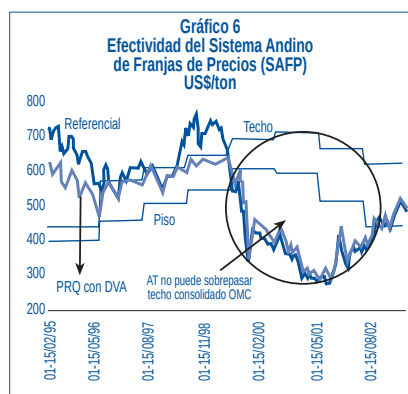
Con la ayuda del análisis de cointegración y los modelos de corrección de errores este documento examina la evidencia de transmisión de precios de los mercados internacionales a los mercados domésticos en los países productores de aceite de palma de la comunidad andina. Así mismo, se procuró explorar las repercusiones de las políticas agrícolas (principalmente de índole comercial y cambiaria) implementadas por estos países en el grado en el cual las señales de precios internacionales son transmitidas a los mercados domésticos.

Las políticas agrícolas pueden o no obstaculizar la integración de mercados según los instrumentos de política utilizados. En el caso de Venezuela es evidente que las políticas comerciales aplicadas aislaron los precios

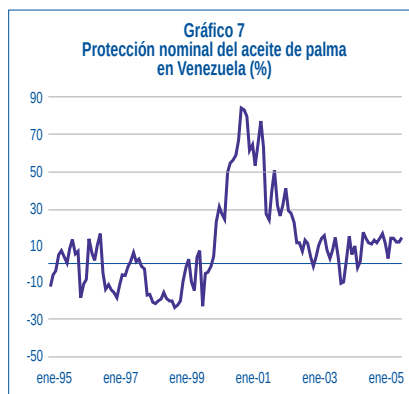
domésticos de las señales que se originan en los mercados internacionales. Éste también era el caso de Colombia y Ecuador hasta la década del noventa, cuando las medidas no arancelarias (cuotas, licencias, etc.) y los precios fijados eran la regla de política. Tras el proceso de liberación comercial emprendido en 1990 y materializado alrededor de 1992, los mercados de Colombia y Ecuador empezaron a estar más integrados con el mercado internacional, lo que llevó a una mejor transmisión de precios.

La literatura sobre la transmisión de precios señala enfáticamente que los esquemas de aranceles variables como el SAFP son los que tienen el mayor efecto en el debilitamiento de la transmisión de precios. Sobre este particular es necesario precisar que esto es cierto únicamente en el corto plazo, pues las elasticidades de transmisión de largo plazo estimadas para Colombia y Ecuador se mantienen en el rango alto (superiores a 0.5).

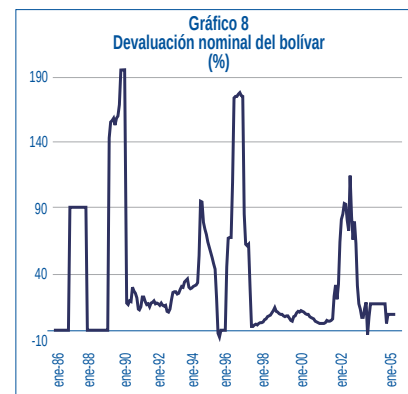
Adicionalmente, hay que tener en cuenta que las relativamente bajas elasticidades de transmisión de corto plazo así como pueden estar relacionadas con la política comercial (específicamente con el SAFP) también pueden deberse a elevados costos de transacción y otras distorsiones. Realmente, las elasticidades de corto plazo estimadas para Colombia y Ecuador están en línea con la evidencia encontrada para la mayoría de



Fuente: Fernández (2003).



Fuente: Oil World y Acupalma. Cálculos del autor.



Fuente: FMI.

países en desarrollo. Según Sharma (2002), las elasticidades de transmisión en los países en desarrollo tienden a estar en el rango bajo, 0.2 - 0.4, reflejando la protección natural y la política comercial proteccionista.

Es importante reconocer las virtudes de una transmisión de precios alta, ya que si las reducciones en los precios internacionales no se transmiten completamente a los precios domésticos, entonces las reducciones en la oferta mundial y los incrementos en la demanda que deberían ocurrir no tendrían lugar. Esto lleva a su vez a que la reducción en los precios se haga más aguda y prolongada (Quiroz y Soto, 1995).

Sin embargo, el nivel de protección natural en los países en desarrollo es un impedimento que necesita ser superado con mayor inversión en infraestructura de transporte y comu-

nicaciones y cualquier otra medida que reduzca los costos de transacción. Los productores domésticos no pueden asumir ese costo en un escenario de liberación comercial donde los productos importados entran con fuerza a competir con la producción nacional y donde los exportadores domésticos deben salir con sus productos a los precios más competitivos que sea posible.

No pueden desconocerse tampoco las realidades de los países en desarrollo, ni el hecho de que en muchos casos una mayor transmisión de los precios internacionales puede llegar a trabajar en detrimento de los productores domésticos en el corto plazo. Además, si se tienen en cuenta la tendencia decreciente y la naturaleza volátil que caracterizan a los precios de los bienes básicos, las evidencias encontradas de un ajuste

asimétrico en la transmisión (por lo menos para Colombia) no son buenas noticias para nuestros productores domésticos, pues deben asumir todo el costo de las caídas de los precios internacionales pero no se benefician completamente de los incrementos en los precios.

En el marco del TLC con Estados Unidos ya se habla de un seguro desmonte del Sistema Andino de Franjas de Precios, razón por la cual muy probablemente el escenario cambiará en el mediano plazo, esto es, podría esperarse una mayor transmisión de precios de corto plazo entre los mercados internacionales y los mercados domésticos. No obstante, esto no es una buena noticia *per se* si no está acompañada de reformas estructurales que permitan mejorar las condiciones en las que compiten los productores andinos. 

Cuadro 3. Modelo de corrección de errores asimétrico

$$\Delta P_{1t} = \mu + \alpha^*(P_{1t-1} - \beta P_{2t-1}) + \alpha(P_{1t-1} - \beta P_{2t-1}) + \sum \delta_t \Delta P_{1t} + \sum \gamma_k \Delta P_{2t-k} + v_t$$

	ECT+	ECT-	P- value prueba de simetría	Tipo de ajuste
Malasia	-0.48 ***	-0.19 **	0.004 ***	Ajuste asimétrico
Colombia	-0.13	-0.39 ***	0.017 ***	Ajuste asimétrico
Ecuador	-0.16	-0.13 **	0.482	Ajuste simétrico

Notas:

ECT: término de corrección de errores.

La prueba de simetría es la propuesta por Cook y Holly (2002). El valor reportado corresponde a la p-value del umbral donde el RSS es minimizado.

*, **, *** denotan significancia estadística al 10%, 5%, 1%, respectivamente.

En el caso de Malasia el 54% de los umbrales conduce a que se rechace la hipótesis de simetría más allá del 10% de nivel de significancia. Para Colombia el 50% de los umbrales conduce a que se rechace la hipótesis de simetría más allá del 10% de nivel de significancia.

Cuadro 4. Consolidaciones arancelarias de los países andinos ante la OMC (%)

	Colombia*		Ecuador		Venezuela	
	Arancel básico	Arancel consolidado	Arancel básico	Arancel consolidado	Arancel básico	Arancel consolidado
Soya en grano	139	125	40	36	135	117
Aceite de soya	83	75	35	31.5	83	75
Aceite de palma	332	199	35	31.5	97	87

Fuente: Secretaría de la Comunidad Andina.

*Sin embargo, mediante el Decreto 2650 de 1999 se estableció que desde enero de 2000 el arancel total para las franjas de precios de los aceites de soya y palma no puede ser superior al 40%.

Anexo. Transmisión de precios de los mercados internacionales a los domésticos para los productos agrícolas: cuadro resumen de la bibliografía revisada

Título	Autor	Año	Período de análisis	Países	Mercados	Series de precios utilizadas	Frecuencia de los datos	Metodología
"The relationship between world price instability and the prices farmers receive in developing countries"	Hazeli, Jaramillo y Williamson	1990	1961-1987	22 países en desarrollo	20	Precios domésticos al productor	Anual	Descomposición de varianza, coeficientes de correlación y análisis de regresión
"Disarray in world food markets: A quantitative assessment"	Tyers-Anderson	1992	1961-1983	30 países: 11 desarrollados y 19 en desarrollo	7	Precios domésticos al productor	Anual	
"On the transmission of world agricultural prices"	Mundlak-Larson	1992	1968-1978	58 países	10	Precios domésticos al productor	Anual	Modelo de regresión estático
"International price signals in agricultural markets: Do governments care?"	Quiroz-Soto	1996	1966-1991	78 países: 23 desarrollados y 55 en desarrollo	Banano, cacao, café, copra, algodón, maíz, aceite de palma, arroz, sorgo, soya, azúcar, té, tabaco, trigo, lana, caucho	Precios domésticos al productor	Anual	Modelos econométricos de series de tiempo
"Unfair trade? The increasing gap between world and domestic prices in commodity markets during the past 25 years"	Morisset	1998	1975-1994	Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón y Estados Unidos	Cane, petróleo, café, arroz, azúcar, trigo	Precios domésticos al consumidor y precios domésticos al por mayor o al productor según disponibilidad	Anual	Modelo de regresión estático
"Reflections on the policy implications of agricultural price distortions and price transmission for producer in developing and transition economies"	Valdés- Foster	2002	Diferentes períodos según el país y el producto	1) Argentina. 2) Chile. 3) Colombia.	Cane, maíz, sorgo, soya, girasol, trigo, leche, azúcar, café, algodón, arroz	Precio doméstico al productor y en lugar del precio internacional de referencia utiliza el precio en frontera	Anual	Descomposición del precio interno
"The transmission of the world signals: concepts, issues and some evidence from cereal markets"	Sharma	2002	1990-1999	Asia	Cereales (arroz, trigo, maíz)	Precios al por mayor	Mensual	Modelos econométricos de series de tiempo
"The impact of coffee markets reforms on producer prices and price transmission"	Krivosos	2003	1983-2003	20 países exportadores	Café (Brazilian naturals, Colombian milds, Other milds, Robustas)	Precio doméstico al productor	Mensual	Modelos econométricos de series de tiempo
"The transmission of world commodity prices to domestic markets under policy reforms in developing countries"	Baffes y Gardner	2003	1970- varía entre 1990 y 1997	8 países: Chile, Ghana, Madagascar, Indonesia, Egipto, México, Argentina, Colombia	Maíz, trigo, cacao, arroz, café, azúcar, aceite de palma, sorgo, soya	Precios domésticos al productor en su mayoría	Anual	Modelos econométricos de series de tiempo
"Market integration and price transmission in selected food and cash crop markets of developing countries"	Rapsomanikis-Hailan-Conforti	2003	1) 1990-2001 2) 1969-2001	1) Etiopía, Ruanda y Uganda 2) Egipto	1) Café. 2) Trigo.	1) Precios domésticos al productor. 2) Precios domésticos al por mayor.	Mensual	Modelos econométricos de series de tiempo
"Price transmission in selected agricultural markets"	Conforti	2004	Variable: 32 observaciones en promedio para los datos anuales y entre 100 y 300 para los datos mensuales	16 países: Argentina, Brasil, Chile, Costa Rica, Egipto, Etiopía, Ghana, India, Indonesia, México, Pakistán, Senegal, Tailandia, Turquía, Uganda y Uruguay	Principales mercados agrícolas de cada país	Precios en frontera, precios al productor, precios al por mayor y precios al por menor dependiendo de la disponibilidad	Anual y mensual (7 países)	Modelos econométricos de series de tiempo
"The world market for soybeans: price transmission into Brazil and effects from timing of crop and trade"	Margarido-Turola- Bueno	2004	1995-2003	Brasil	Soya	Precios FOB en Brasil	Mensual	Modelos econométricos de series de tiempo

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Baffes, J. y Gardner, B. (2003), "The Transmission of World Commodity Prices to Domestic Markets Under Policy Reforms in Developing Countries", *Policy Reform*, vol. 6(3), págs. 159-180.
- Balcombe, K.G. y Morrison, J. (2002), "Commodity price transmission: A critical review of techniques and a application to selected export commodities", *Report to the Food and Agriculture Organization of the United Nations*.
- Barrett, C.B. y Li, J.R. (2002), "Distinguishing Between Equilibrium and Integration in Spatial Price Analysis", *American Journal of Agricultural Economics*, 84, págs. 292-307.
- Conforti, P. (2004), "Price Transmission in Selected Agricultural Markets", *FAO Commodity and Trade Policy Research Working Paper*, No. 7.
- Cook, S. Holly, S. y Turner, P. (1999), "The Power of Tests for Non-Linearity: The Case of Granger-Lee Asymmetry", *Economics Letters*, vol. 62, No. 2, febrero, págs. 155-159.
- Cook, S. y Holly, S. (2002), "Threshold specification for asymmetric error correction models", *Applied Economics Letters*, 9, págs 711-713.
- Cuéllar M. (2005), "Transmisión de precios en el mercado andino de aceite de palma", documento tesis, Facultad de Economía, Universidad del Rosario.
- Dickey, D. y Fuller, W. (1979), "Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series with a Unit Root", *Journal of the American Statistical Association*, 74, págs. 427-431.
- Enders, W. y Granger, C.W.J (1998), "Unit Root Tests and Asymmetric Adjustment with and Example Using the Term Structure of Interest Rates", *Journal of Business and Economic Statistics*, 16, págs. 4-11.
- Engle, R.F. y Granger C.W.J. (1987), "Cointegration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing", *Econometrica*, 55, págs. 251-276.
- Fedepalma (2005), Anuario Estadístico.
- Fernández, G. (2003), "Evaluación del Sistema Andino de Franjas de Precios", Nota Técnica No. 70, Banco Central de Ecuador.
- Granger, C.W.J. y Lee, T. (1989), "Investigation of Production, Sales and Inventory Relationships Using Multicointegration and Non-Symmetric Error Correction Models", *Journal of Applied Econometrics*, 4, págs.145-159.
- Hazell, P.B.R., Jaramillo, M. y Williamson, A. (1990), "The relationship between world price instability and the prices receive in developing countries", *Journal of Agricultural Economics*, 41, págs. 227-241.
- Johansen, S. (1998), "Statistical análisis of cointegration vectors", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 12, págs. 231-254.
- Krivosos, E. (2004), "The Impact of Coffee Market Reforms on Producer Prices and Price Transmission", *World Bank Policy Research Working Paper* 3358.
- Levy, B. (2003), "Moving To Fair Rules and Standards: Policy Recommendations for Oxfam's Trade Campaign", report prepared for Oxfam America.
- Margarido, M., Turola, F. y Bueno, C. (2004), "The World Market for Soybeans: Price Transmission into Brazil and Effects from the Timing of Crop and Trade".
- Martínez, H y Espinal, C (2002), "Evaluación de la protección para algunos productos del sector agropecuario colombiano: una medición econométrica", *Documento de trabajo*, No. 28, Observatorio de Agrocadenas - Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural.
- Martínez, H., Salazar, M. y Barrios, C. (2005), "La cadena de las oleaginosas en Colombia: una mirada global de su estructura y dinámica 1991-2005", *Documento de trabajo*, No. 62, Observatorio de Agrocadenas - Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural.
- Morrisset, J. (1998), "Unfair Trade? The increasing Gap Between World and Domestic Prices in Commodity Markets during the Past 25 Years", *The World Bank Economic Review*, vol. 12, págs. 503-526.
- Mundlak, Y. y Larson, D. (1992), "On the Transmission of World Agricultural Prices", *The World Bank Economic Review*, vol. 6, págs. 399-422.
- Prakash, A., Oliver, E. y Balcombe, K. (2001), "Does Building Roads Really Create Traffic: Some New Evidence", *Applied Economics*, 33, págs. 1579-1585.
- Quiroz, J. y Soto, R. (1995), "International Price Signals in Agricultural Markets: Do Governments Care?", *Documento de investigación*, No. 88, Programa de Post grado en Economía, ILADES/ Georgetown University.
- Rapsomanikis, G., Hallan, D. y Conforti, P. (2003), "Market Integration and Price Transmission in Selected Food and Cash Crop Markets of Developing Countries: Review and Applications", *Commodity Market Review 2003-2004*, FAO.
- Sharma, R. (2002), "The transmission of the World Signals: Concepts, Issues and Some Evidence From Cereal Markets", *OECD Global Forum on Agriculture*.
- Valdés, A. y Foster, W. (2002), "Reflections on the Policy Implications of Agricultural Price Distortions and Price Transmission for Producers in Developing and Transition Economies", *OECD Global Forum on Agriculture*.

Balance del año 2005 y las perspectivas de 2006

¿Cuál era el pronóstico al cierre de 2004? El año 2005 terminará con un balance macroeconómico mejor de lo esperado (inclusive por el propio gobierno). Hacia finales del año 2004, el promedio de los pronósticos de crecimiento de los analistas era cercano al 4% para 2005. Anif registraba un 3.8%, dos décimas por debajo del guarismo incluido en el presupuesto. El precio del petróleo esperado (cesta colombiana) era de US\$30/barril (arriba del histórico) y de allí que los analistas y el Banco de la República pronosticaran un déficit externo moderado (1.5% del PIB). Consistente con este panorama, hubo relativo consenso al proyectar una apreciación cambiaria: la TRM se veía cayendo a un ritmo promedio del 6% anual, con valor medio esperado de \$2.500/dólar frente al promedio de \$2.630 en 2004. Debido a este “apretón” en la demanda agregada, por la vía cambiaria, el mercado era optimista sobre las posibilidades de cumplir con el punto medio de la meta de inflación (5%) fijado para el año 2005. El único “nu-

barrón” que se presagiaba era un deterioro fiscal, tanto en el déficit consolidado (2.5% del PIB) como en el Gobierno Central (6.1% del PIB).

Lo que cambió. ¿Qué alteró tan drásticamente los pronósticos fiscales y qué impulsó la actividad económica local por encima de lo esperado? Fue la sustancial mejora en los términos de intercambio (respecto al exterior), donde el precio del petróleo (cesta colombiana) se incrementó a un promedio cercano a US\$48/barril (60% de incremento respecto a la proyección). Gracias a la gran demanda por *commodities* impulsada por China, los precios del carbón y de los minerales también se vieron favorecidos, reduciendo el déficit externo a cerca de 1% del PIB (una ganancia neta de unos US\$700 millones).

Adicionalmente, los influjos de capital con “destino Colombia” fueron apuntalados por el éxito de la “Seguridad Democrática” del presidente Uribe, con una virtuosa combinación de remesas del exterior (US\$3.400 millones) e Inversión Extranjera Directa (IED). Ésta vino hacia la exploración energéti-

ca, y la adquisición de empresas privadas (Bavaria, Coltabaco, Diaco) y públicas (Granahorrar y Ecogas), por montos netos de US\$4.100 millones.

Dicho de forma coloquial, a Colombia se le apareció la “virgen con los tres pastorcitos”: mayores ingresos petroleros (a pesar del menor volumen exportado), continuidad de las remesas del exterior e IED, en un año que bien hubiera podido ser de “destorcida” macroeconómica, dada la fragilidad fiscal y las declinantes reservas petroleras.

La virtud del gobierno estuvo en saber aprovechar este “albur” para mejorar su administración tributaria (a través del Plan-Muisca), resistir las presiones políticas para incrementar aún más el gasto público (en año preelectoral) y, por último, hacer estimulantes anuncios sobre su compromiso futuro con el ahorro de los recursos de las privatizaciones.

El balance de 2005 registra entonces “cañonazos fiscales” (que nos han puesto a bailar al menos durante el año 2005) y algunos “petardos monetarios” que nos mantienen preocupados

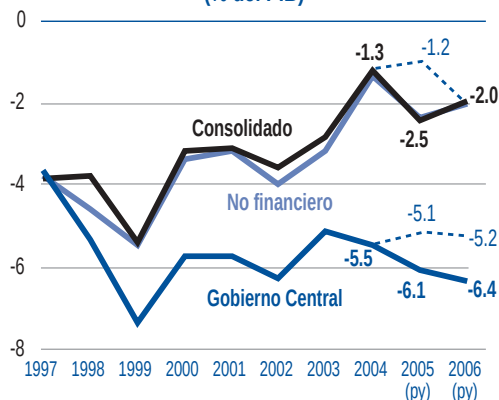
sobre los riesgos de inflación de activos bursátiles, de deuda pública y, eventualmente, los que pueden llegar a comprometer la meta de inflación del año 2006. Sin embargo, es evidente que el cumplimiento relativamente holgado de la meta de inflación en 2005 (4.85% observado vs. 5% de meta) ha rescatado la credibilidad en nuestro Banco Central, la cual se había visto debilitada durante el tercer trimestre de 2005.

LO BUENO. 1. El ajuste fiscal de corto plazo. Una de las medidas más importantes tomadas en 2005 fue el apretón que se le dió a las metas fiscales: éstas se redujeron de 2.5% a 1.2% del PIB a nivel del Consolidado Público (CP) (un ajuste de 1.3% del PIB) para el año 2005, aunque a la fecha no se ha alterado la cifra de 2% del PIB como meta para 2006. A nivel del Gobierno Central (GC) se hizo algo similar, al reducir dichas metas fiscales a 5.1% del PIB en 2005 (ajuste de 1% del PIB) y a 5.2% del PIB en 2006 (ajuste de 1.2% del PIB). Probablemente el cierre fiscal definitivo de 2005 será inclusive mejor a lo aquí proyectado y ello debería mover al gobierno a plantearse metas fiscales aún más ambiciosas para 2006.

Sin embargo, es claro que parte de este “sobredesempeño” respecto del programa con el FMI se debió a mayores ingresos tributarios (creciendo a tasas del

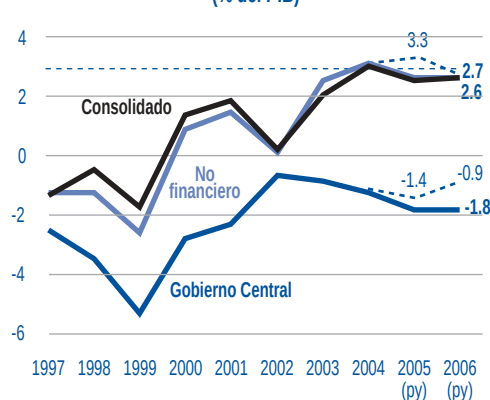
10% real casi por tercer año consecutivo) y no a reducciones en el gasto (el cual creció en términos reales a 8.7% sin intereses y 7% en el total). Este desbalance en la cuenta corriente fiscal plantea serios desafíos para el futuro mandatario de Colombia, donde seguramente el presidente Uribe (virtual ganador en primera vuelta de un segundo mandato) deberá utilizar su alto capital político para liderar reformas fiscales y laborales de fondo.

Gráfico 1
Déficit fiscal
(% del PIB)



(py): proyectado. Fuente: Ministerio de Hacienda y cálculos Anif.

Gráfico 2
Déficit primario (balance antes de intereses)
(% del PIB)



(py): proyectado. Fuente: Ministerio de Hacienda y cálculos Anif.

El positivo cierre de 2005 describe entonces beneficios de corto plazo acaballados en una oleada expansiva de mayor demanda agregada. No cabe duda de que dicho ajuste fiscal luciría más promisorio si hubiera estado apuntalado en un menor gasto público. De continuar así, se corre el riesgo de terminar afectando el ingreso disponible de los hogares, el cual por fin había levantado cabeza (4.9% real) durante 2005, gracias al efecto cascada de los ingresos del exterior. Para la muestra un botón: el GC ha seguido arrojando un déficit primario cercano al 1.4% del PIB en 2005 (gráfico 2).

Otro factor fiscal positivo fue el anuncio de querer ahorrar los ingresos adicionales producto de las ventas de Granahorrar (\$970 mm) y Ecogas (\$930 mm). El financiamiento del GC prevé una mezcla interna-externa de 81%-19% durante 2006. Los desembolsos brutos de TES y bonos externos serían de \$30 billones, las utilidades del Banco de la República de \$251 mm y otros recursos por \$7 billones (incluyendo privatizaciones). La emisión bruta de TES ascendería a \$25.7 billones y la neta a \$8.6 billones, con lo cual los TES llegarían a \$87.4 billones al cierre de 2006 (cuadro 1). La importancia de “ahorrar” los recursos de las privatizaciones radica entonces en que el acervo de TES se reducirá de \$91 billones

a \$87.4 billones, es decir 1.3% del PIB de menos (cuadro 2).

El positivo *rally* que han mostrado los TES al cierre de 2005 y principios de 2006 es una combinación de mejores perspectivas en inflación, el efecto de una alta liquidez (nacional e internacional) y, en menor medida, obedece también a las posibilidades de llegar a “corregir la plana fiscal” durante el segundo semestre de 2006, si el presidente Uribe decide usar adecuadamente su elevado capital político.

2. Mayor crecimiento económico. El mejor desempeño se había validado con un crecimiento de 4.6% real anual durante el primer semestre. Hasta esa fecha el promedio de las proyecciones de los analistas era de 4.2% real anual (incluyendo a Anif precisamente con esa cifra). En diciembre de 2005, el Dane sorprendió al mercado al anunciar que el crecimiento del PIB real en el tercer trimestre había sido de 5.75% anual, superando el límite superior de 5.5% anual que habíamos establecido con

base en nuestro ALI (*Anifleading Index*). El crecimiento acumulado en el período enero-septiembre es de 5.1% anual, superando con creces el pronóstico subyacente de un crecimiento de 4.2%-4.5% para el año como un todo. Es claro que parte de este efecto obedece a una sustancial revisión de las cifras del primer semestre, que en vez de registrar el 4.6% (ya mencionado) se elevó a 4.8% anual. Muy seguramente la actualización de ALI para el último trimestre de 2005 nos estará indicando que el PIB real para 2005 (conociendo el buen desempeño del tercer trimestre y la revisión sustancial de cifras del primer semestre) estará cercano al 5% anual. Esto consolida un magnífico desempeño del sector real, más allá del imaginado por analistas y gobierno (un año atrás).

Ésta ha sido una sorpresa positiva y el Gobierno ha salido a cobrarla, pero ¿acaso sabía el Gobierno que los precios del petróleo se dispararían de esa forma y que ello revitalizaría la demanda proveniente de Venezuela y que los flujos de capital se comportarían arrojando esa capacidad adquisitiva adicional? En Anif imaginamos que no y de allí que la cifra estimada oficialmente hasta hace unos pocos meses era también cercana al 4% real de crecimiento esperado para 2005, luego el factor sorpresa ha afectado por igual a tontos y troyanos. Nosotros celebramos esta grata sorpresa, pues la verdad 2005 no era un año de victorias, pero en eso se convirtió gracias a la providencia y al buen manejo fiscal de corto

Cuadro 1. Financiamiento del Gobierno Nacional Central (GNC)
(\$ miles de millones)

Concepto	2005	2006
Déficit a financiar	16.710	17.030
Deuda flotante	2.020	762
Amortizaciones	17.494	19.910
Total usos	36.224	37.702
Desembolsos	34.904	30.388
Internos (TES)	27.651	24.694
Externos	7.253	5.693
Utilidades Banco de la República	454	251
Deuda flotante y ajustes por causación*	727	766
Operaciones de tesorería y otros	140	6.297
Total fuentes	36.224	37.702

* En 2005 sólo son ajustes por causación.
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Cuadro 2. Efectos de las privatizaciones sobre el financiamiento del GNC
(\$ miles de millones)

	2004	2005	2006	
			sin privatizaciones	con privatizaciones
Colocaciones brutas de TES	16.429	27.984	28.790	25.722
Amortizaciones	9.307	9.370	16.402	17.072
Colocaciones netas de TES	7.122	18.614	12.388	8.650
Stock de TES	60.150	78.764	91.152	87.414
(% del PIB)	23.6	28.4	30.3	29.0

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

plazo. Ojalá que así nos sorprenda también 2006, cuyo crecimiento inicial de consenso ha estado alrededor del 4%, pero seguramente se estará elevando al rango 4.2%-4.5% anual una vez se revisen los modelos del caso.

LO REGULAR. 1. *Faltó profundidad en los ajustes fiscales de mediano plazo.* Pese a los buenos vientos, el Gobierno no aprovechó para impulsar las reformas tributarias y laborales (por ejemplo, reduciendo los parafiscales). Empero, sí hizo un importante esfuerzo en materia pensional (aunque sin los resultados a los que él mismo aspiraba: haber reducido el período de transición, gravado las pensiones y ampliado la edad de pensión).

El asomo de una reforma tributaria estructural nos dejó sin sabores. En Anif aplaudimos la idea de reducir la tasa del impues-

to a la renta de 38.5% a niveles cercanos al 32%, no a niveles del 28.5%, pues hemos discrepado de la idea de volver permanente la exención por reinversión de utilidades. También manifestamos que considerábamos un error de estrategia pretender bajar, primero, la tasa de imponente empresarial (“colinchándola” en la Ley de Zonas Francas) y, después (quien sabe cuándo y cómo), tratar de exten-



Fuente: Ecopetrol, Ministerio de Minas y Energía, ANH y cálculos Anif.

der-elevar el IVA al 17%. Es claro que el IVA está llamado a ser el vehículo de incremento en el recaudo, una vez expiren múltiples tributos antitécnicos. La tarea redistributiva debe entonces complementarse por el lado del gasto social cada vez mejor focalizado.

2. *El subsidio a los combustibles.* A pesar de los intentos del gobierno por reducir el subsidio a la gasolina, del cual se benefician los es-

tratos más altos, esta brecha no se redujo de forma significativa (tal como lo discutimos en nuestro Semanal No.799). Todavía se mantiene un subsidio que supera los \$3 billones anuales, pese a que el alza de la gasolina llegó a 11% anual frente a una inflación cercana al 5%.

3. *La exploración petrolera.* Igualmente se hizo un esfuerzo importante en materia de contratación petrolera, pero nuevamente los resultados no han sido promisorios. La exploración efectiva ha continuado por debajo de los 25 pozos anuales durante 2003-2005, aunque se firmaron 36 contratos en 2005 (gráfico 3). A pesar de que se dan mensajes gubernamentales encontrados, no nos cabe duda de que buena parte de la suerte fiscal y cambiaria de los próximos años está íntimamente atada al éxito que se tenga en hallazgos petroleros durante el período 2006-2008. La evidencia nos indica que desde los hallazgos de Cusiana y Cupiagua,

Cuadro 3. Operaciones de compra-venta de divisas del Banco de la República
(US\$ millones)

	2004	2005		
		Noviembre	Diciembre	Acumulado Ene-Dic
Compras	2.904.9	927.5	0.0	4.658.4
Opciones Put	1.579.6	0.0	0.0	0.0
Para acumulación de reservas internacionales	1.399.7	0.0	0.0	0.0
Para el control de la volatilidad	179.9	0.0	0.0	0.0
Intervención discrecional	1.325.3	927.5	0.0	4.658.4
Ventas	500.0	300.0	0.0	3.250.0
Gobierno Nacional	500.0	300.0	0.0	3.250.0
Compras netas	2.404.9	627.5	0.0	1.408.4

Fuente: Banco de la República.

hace ya cerca de quince años, Colombia atraviesa por una verdadera “sequía” petrolera.

LO MALO. 1. Política cambiaria discrecional. La autoridad monetaria, intentando defender un nivel artificial y arbitrario de la tasa de cambio *spot*, terminó “pintándose” sobre el lado errado del vestíbulo (donde no se ve una salida fácil). Esta política dual de metas de inflación-cambiarías generó una in-

República decidió reducir sus tasas de interés en 50 puntos base. Esto no sólo iba en contravía de la sensatez de empezar a aminorar la laxitud monetaria, tal como lo venía haciendo la Fed (ahora acompañada por la Unión Europea), sino que casi inmediatamente se registrarían alzas en la “inflación subyacente” de Colombia. Afortunadamente, la persistente apreciación cambiaria evitó que esa laxitud monetaria se tradujera en alzas de precios al cierre de 2005 y, de hecho, se logró cumplir

con cierta holgura la meta de inflación, al registrarse un 4.85% anual versus la meta del 5% anual.

Justo es reconocer que durante el mes de diciembre de 2005 se percibieron señales favorables de menor activismo cambiario por parte

rada expansión monetaria que se había dado durante todo 2005 (resultante de compras brutas de divisas por un valor cercano a los US\$4.700 millones).

Conclusión. El año 2005 cerró con noticias positivas en materia económica. Los “cañonazos bailables” estuvieron a cargo del manejo fiscal de corto plazo y del repunte del sector real, haciendo evidente la consolidación de crecimientos económicos sostenidos a tasas del 4.2% anual en promedio durante el período 2003-2005, suponiendo que el año 2005 cierre con un crecimiento cercano al 5% anual. Se sintieron algunos “pisotones” por el lado de las reformas fiscales de mediano plazo, puestas en remojo en pleno año preelectoral. Falta ver si el año electoral será mejor para estos propósitos. El manejo cambiario terminó generando un “petardo monetario” durante casi todo 2005; sin embargo, desde finales del año anterior e inicios de 2006 han aparecido algunas señales de menor activismo cambiario que debemos ensalzar.

Los desafíos de mediano plazo son múltiples: la eliminación del subsidio a la gasolina, la aceleración de la exploración petrolera y, ojalá, un manejo más prudente de la política cambiaria-monetaria, de tal manera que podamos continuar por la senda de una inflación baja y estable. En Anif somos optimistas a este respecto y esperamos que a partir del mes de agosto de 2006, bajo el nuevo gobierno, la agenda legislativa de mediano plazo se empiece a poner en marcha. 

El año 2005 cierra con noticias positivas en materia económica. Los “cañonazos bailables” estuvieron a cargo del manejo fiscal de corto plazo y del repunte del sector real.

flación de activos bursátiles y de deuda pública durante 2005 (ver Semanal No. 811). Las compras de divisas sólo durante el mes de noviembre totalizaron casi US\$1.000 millones (cuadro 3). Esto implica que se compraron US\$4.700 millones en doce meses y nos preocupa que los medios de pago han continuado expandiéndose a tasas cercanas al 20% anual (con una apreciación cambiaria de 12% en promedio y un nivel de resistencia a \$2.275 en la TRM).

2. Política monetaria expansiva. Como echándole gasolina a la hoguera, en septiembre de 2005 la Junta del Banco de la

del Banco de la República y no dudamos en aplaudir esta nueva actitud, que esperamos implique un retorno al esquema de inflación objetivo. En efecto, los riesgos de inflación para 2006 han empezado a moderarse en la medida en que: 1) la inflación sin alimentos ha dado muestras de reducirse (ahora por segundo mes consecutivo) y su valor de tendencia se enfoca más hacia el 4% anual que hacia el 4.5% anual que se observó unos meses atrás; y 2) el activismo cambiario del Banco de la República se ha venido reduciendo durante las últimas siete semanas (segunda mitad de noviembre y todo diciembre), permitiendo que la venta de TES (por cerca de \$2 billones) ayude a moderar la exage-

Sobre la calidad del debate económico en Colombia

Entrevista al ministro de Hacienda, Alberto Carrasquilla

CARTA FINANCIERA: algunos analistas y el propio gobierno han visto la necesidad de hacer una reforma tributaria estructural. Por múltiples razones esto no ha sido posible. ¿En dónde cree usted que está el obstáculo, en el gobierno al que le preocupa perder en el corto plazo ingresos que son fundamentales (por ejemplo los del GMF) o definitivamente en el Congreso?

ALBERTO CARRASQUILLA: yo creo que el debate en Colombia es muy similar al de muchos otros países. Nosotros nos fuimos metiendo en un gran problema porque a comienzos de la década del noventa hicimos una serie de reformas importantes, probablemente indispensables en un país moderno, que implicaban aumentos de gasto. Estas reformas las hicimos constitucionalmente y poco se pensó en la forma de financiar el mayor gasto social que de éstas se derivaba. A partir de ese momento, año a año, el Gobierno comenzó a tratar de suplir faltantes. Algo similar sucede en Europa. Comenzó así un juego en el cual, cada

año, el Gobierno perseguía el objetivo de financiar el presupuesto, pero cada año éste tenía un poco más de deuda y un poco menos de reservas pensionales. El endeudamiento se incrementó hasta que a finales de la década pasada y a comienzos de ésta el problema se hizo más grave: agotada la reserva pensional del ISS, el recaudo tributario sólo alcanzaba para cubrir tres componentes del presupuesto (pensiones, transferencias e intereses). Todo lo demás se tenía que financiar con deuda.

Así, cuando las soluciones se demoran en la economía o en el hogar, el tamaño del problema va creciendo. Y hay que anotar que más que el tamaño del faltante fiscal, el problema grave es la estructura tributaria que se fue engendrando para lidiar con él cada año. Imagínese usted cómo termina un estatuto tributario después de diez o quince reformas concebidas afanosamente, bajo el apremio del flujo de caja. Este esquema tributario recarga mucho a la inversión y eleva innecesariamente el costo de uso del capital.

Yo creo que esa es la situación actual, y la dificultad para superarla radica en que hoy tenemos un *trade off* difícil de manejar. La reducción de la tarifa de renta es una necesidad sentida. Sin embargo, como el impuesto de renta se asocia con la renta corporativa, es decir, la de los ricos, el debate se vuelve distributivo, y se vuelve “estado social de derecho”, máxime cuando el IVA es el contrapeso.

Soy optimista por naturaleza, así que creo inminente una solución de fondo. Mi impresión es que estamos en un país donde la realidad nos está obligando a tomar, finalmente, decisiones muy serias. Piense usted, por ejemplo, que ya es un hecho y no un mero discurso filosófico que nuestra actual tarifa de renta está espantando inversionistas, o sea estamos perdiendo empleos de calidad.

C.F.: ¿cuál es la reforma tributaria con la que usted sueña?

A.C.: a mí me gusta mucho un impuesto simplificado, del cual veo dos vertientes en el debate internacio-

nal: el llamado impuesto justo o “*fair tax*” (un impuesto a las ventas) y un impuesto plano al ingreso, o un *flat tax*. Como académico, me gusta más el impuesto al gasto por las inmensas ganancias en eficiencia. Como ministro, entre más lo pienso, y lo vengo haciendo desde antes de entrar al gobierno, más me gusta el *flat tax*. Políticamente, pone patas arriba el debate colombiano, pues al desaparecer el IVA, desaparece con él toda consideración “distributiva”. Y, obvio, es muy fácil hacerlo muy progresivo. Se elimina la discusión, que en Colombia se ha vuelto tan difícil, sobre el tamaño de la base tributaria en IVA, se simplifica el Estatuto Tributario de manera radical, se involucra más gente a la tributación, y se ataca frontalmente el problema de la gigantesca tarifa marginal de renta que tenemos. Entonces, habiéndolo estudiado con mucho cuidado de tiempo atrás, si me preguntaran cuál sería el sistema que por razones técnicas y por razones de nuestro debate político serviría en Colombia, yo contestaría, sin ambigüedad, que a mí me encantaría que discutiéramos un *flat tax*.

C.F.: ¿usted cree que algún día Colombia se va a liberar del impuesto a las transacciones financieras?

A.C.: yo creo que el impuesto a las transacciones financieras tiene su lado malo. Yo fui de los primeros que escribió académicamente en contra de ese impuesto. Lo detesto desde el punto de vista técnico, pero le veo una virtud en países con altas tasas de informalidad. Esa virtud es que involucra mucha gente en la tributación que, de otra manera, no estaría incluida. En mi opinión, ahí hay un tema de equidad y de justicia.

Frente a esta consideración, una alternativa interesante sería reducirlo fuertemente y hacerlo deducible del impuesto de renta, bajo el esquema que sea (impuesto plano o im-

puesto de renta tradicional). Eso implicaría que la gente que está formalizada en el tema tributario terminaría pagando cero y la gente que no está formalizada en el tema tributario terminaría pagándolo.

C.F.: el crecimiento económico en 2005 ha sido más favorable de lo esperado y a las finanzas públicas también les ha ido mejor. Sin embargo, es bien sabido que hay una alta elasticidad de la tributación al crecimiento. Queríamos preguntarle, ¿cuánto cree usted que explica, por una parte, el crecimiento económico y, por otra parte, los incrementos en el precio del petróleo, el buen resultado que vimos este año en materia fiscal?

A.C.: primero, es importante anotar que sin lugar a dudas el ritmo de marcha de los tributos tiene que ver con la lucha contra la evasión y la elusión que se ha venido llevando a cabo en los últimos años. Obviamente, sin embargo, el buen desempeño económico ha producido un resultado tributario mejor del que esperábamos. En cuanto al tema petrolero, yo creo que la relación es insignificante y que su efecto sobre las finanzas públicas ha sido magnificado.

A la gente se le olvida que si bien en el petróleo hay una fuente importante de recursos, los colombianos tomamos la decisión de tiempo atrás de subsidiar de manera significativa el consumo de combustibles. Y aunque hemos venido en una lucha muy fuerte por tratar de actualizar los precios de los combustibles a las realidades internacionales del mer-

cado, también es cierto que el desmonte no se ha logrado al 100%. Por lo tanto, una parte de los mayores ingresos petroleros tiene que utilizarse en dichos subsidios. Hay otros dos componentes importantes hacia los cuales se dirigen los mayores ingresos: a la provisión de los pasivos pensionales de la empresa estatal petrolera y, obviamente, al tema del FAEP.

Hoy tenemos un *trade off* difícil de manejar. La reducción de la tarifa de renta es una necesidad sentida. Sin embargo, como el impuesto de renta se asocia con la renta corporativa, es decir, la de los ricos, el debate se vuelve distributivo, y se vuelve “estado social de derecho”.

C.F.: una pregunta sobre otras reformas fiscales. Hace unos meses vinieron unos analistas internacionales y ellos decían algo que sonaba hasta cierto punto paradójico. Por un lado decían que había riesgos económicos de que no se aprobara la figura de la reelección. Pero por otro lado, también sugerían que se había desaprovechado la popularidad del presidente para impulsar reformas que el país necesitaba. La figura de la reelección se aprobó y hay una alta probabilidad de que el presidente sea reelecto. ¿Vienen reformas importantes en la primera parte del “nuevo” gobierno, si es que es reelecto?

A.C.: sí, desde luego. Colombia necesita unas reformas y el presidente Uribe es totalmente consciente de eso. En primer lugar, en los últimos años se ha definido una serie de impuestos *temporales* en nuestro

Estatuto Tributario. Un primer cambio que se necesita es su reemplazo. La pregunta es ¿cómo reemplazarlos? Los montos recaudados de estos impuestos alcanzarán entre 0.5% o 0.6% del PIB en el año 2008. Por lo tanto, entre este momento y enero de 2007, cuando ya se empieza a

Mi impresión es que muchos elementos del actual sistema son obsoletos y hay que modernizarlos para poder, por fin, elevar la relación de crédito a PIB.

Yo creo que esas reformas se vienen, son necesarias, son indispensables.

Si me preguntaran cuál sería el sistema que por razones técnicas y por razones de nuestro debate político serviría en Colombia, yo contestaría, sin ambigüedad, que a mí me encantaría que discutiéramos un *flat tax*.

resquebrajar el Estatuto Tributario, tenemos que tener respuestas consensuadas y definidas democráticamente. Ese es un primer bloque de reformas que, por supuesto, nos gustaría que tuviera un carácter procrecimiento.

En segundo lugar, está el tema de las transferencias. En Colombia resolvimos este problema transitoriamente y hay la necesidad de solucionarlo de manera definitiva, definiendo la regla para las transferencias hacia adelante. Relacionado con lo anterior está el tema de las regalías, en donde también debemos avanzar hacia un esquema más equitativo en cuanto a su distribución regional. Es sobre esto que debemos reflexionar. Lo mismo que sobre los impuestos territoriales, en general. Debemos pensar esta reforma no sólo como un tema fiscal, sino como el vehículo fundamental para cumplir las metas del milenio.

Por último, se abordará el tema de reforma al sistema financiero. Resulta necesario adecuar el sistema a las realidades internacionales.

mentación de las políticas económicas, o no?

A.C.: la Constitución de 1991 elevó el gasto público de una manera muy sustancial, pero no tuvo en cuenta las provisiones necesarias para financiar la expansión del gasto. De esta manera, los economistas colombianos nos vimos forzados a responder al desafío y generamos una especie de esquizofrenia año tras año: la esquizofrenia de los flujos. Pero nos olvidamos de temas sustanciales: el análisis de los balances y de la riqueza. Yo creo que ese no había sido el caso anteriormente y por eso diría que hubo muchas limitaciones en el debate económico en los años noventa.

Una segunda característica que yo creo que es más ancestral en Colombia y que ha venido, al contrario, mejorando, es el “parroquialismo”. Si bien Colombia estuvo aislada de los movimientos principales de las economías latinoamericanas en los años ochenta y en buena parte de los años noventa, con la recesión de

C.F.: ministro, ahora le querríamos preguntar sobre los economistas en Colombia. ¿Cree usted que los economistas de las generaciones anteriores, que eran más empíricos, tal vez menos apegados a los modelos formales, tuvieron más éxitos en la imple-

1998 entramos a la liga de los países latinoamericanos y eso nos tomó por sorpresa. Esa durísima lección nos volvió menos parroquiales. Por fortuna creo que los jóvenes son mejores en esto y saben bien que una turbulencia internacional no guarda proporción con el tamaño del faltante fiscal de un año u otro. Y saben que la cobertura contra estos riesgos, que son los verdaderamente importantes, requiere un análisis de nuestros balances y no tanto de nuestros flujos. A los jóvenes les debe pasmar y divertir el tonito parroquial de la mayoría de los economistas colombianos mayores de cuarenta.

C.F.: usted también ha sido uno de los economistas más prolíficos en materia de estudios y desarrollos académicos. En su experiencia en el ministerio ¿usted cree que la fortaleza técnica y teórica pelea con el quehacer de la política económica y que eso es decepcionante o más bien es algo retador?

A.C.: lo voy a decir con toda sinceridad. El quehacer de la política económica es inmensamente técnico, inmensamente sólido en Colombia. Cuando yo me enfrento a debates de la política fiscal, por ejemplo, me sorprende, porque siento que los fundamentos y sustentos conceptuales de las críticas que se hacen son demasiado flojos, *vis a vis* de las largas discusiones que tenemos en el Ministerio. Constantemente me dan ganas de decir: “esa película ya la ví”, “por favor diga algo interesante”, “por favor vaya más rápido” “por favor piense en el equilibrio general”.

Demasiados comentaristas siguen embrujados por modelos conceptuales muy primitivos e inadecuados a nuestra realidad y a nuestros desafíos. Otros están ebrios de rencilla. Eso me aburre, la verdad. Al contrario, siento que la forma de

ver la dinámica fiscal desde el Ministerio se ha fortalecido de una manera impresionante, gracias a un equipo técnico de lujo. Estos y estas colegas sí que me mantienen retado, en permanente mejoramiento.

C.F.: ¿usted cree que las universidades están haciendo bien la tarea? Conociendo las necesidades que tiene el país en materia de economistas, ¿qué consejo les daría a los decanos de las diferentes facultades?

A.C.: yo pienso que las facultades de economía se tienen que medir en términos internacionales. La tarea es producir buenos economistas, la tarea no es producir buenos economistas *colombianos*. Mi opinión es que las herramientas conceptuales en microeconomía, en macroeconomía, en el análisis matemático, en el análisis econométrico se están fundamentando de una manera infinitamente superior frente a la época en que yo era estudiante. Esto como primer punto.

Segundo, yo no podría estar más contento con los logros de los estudiantes. Cada cohorte de estudiantes de la universidad donde yo he estado toda la vida, que es la Universidad de los Andes, viene logrando ser admitido en los mejores programas de economía a nivel doctoral en el mundo. Una vez entran, se destacan, y yo creo que esa es la vara última de medición de la calidad.

Es muy triste ver en los *rankings* más recientes de las universidades del mundo como, entre las primeras doscientas universidades, no hay ninguna universidad latinoamericana. Si esto es cierto en términos generales, debe ser cierto también en términos de economía.

Yo estoy muy orgulloso de esos ex alumnos míos que están hoy en las mejores universidades del mundo destacándose y muy contento con los jóvenes economistas con quie-

nes trabajo mientras se van. Su formación técnica es inmensamente sólida, son creativos, son rápidos, son irreverentes y son ambiciosos.

C.F.: existe un cierto consenso sobre las reformas que debe llevar a cabo el país. Los economistas han llegado a un cierto acuerdo. Sin embargo, desde afuera se siente que ese consenso económico no tiene mucho eco en el Congreso y eso hace difícil pasar las reformas. ¿En dónde cree que está el origen de ese distanciamiento que hay entre el discurso económico y el discurso político? ¿Es una relación difícil?

A.C.: yo creo que los últimos desarrollos en este campo apuntan hacia la importancia de los incentivos políticos y las reglas de juego del debate. Me parece muy importante que los economistas sean conscientes de las relaciones existentes entre procedimientos, reglas y resultados.

Aquí en Colombia los debates a veces se tornan lamentables porque se vuelven acusaciones mutuas, cuando lo verdaderamente importante son las reglas electorales, las reglas procedimentales, etc. En mi opinión, una parte muy importante de la reforma económica de un país es la reforma a los procedimientos y a las reglas electorales. Algo de ello se logró recientemente. Ojalá vengán más cambios.

En segundo lugar, yo no siento que esas reformas básicas sean ajenas a la mentalidad de un congresista colombiano. Yo creo que el congresista representativo en Colombia es infinitamente más consistente intertemporalmente, más conscien-

te de las limitaciones económicas y financieras que su par en cualquier otro país de América Latina. Veo a los congresistas como personas, en general, inmensamente responsables y podría ponerle muchos ejemplos.

Pero, si los procedimientos, la manera como se premia la actividad legislativa, la manera como se elige, la manera como se decide no

**A los jóvenes (economistas)
les debe pasmar y divertir
el tonito parroquial de la mayoría
de los economistas colombianos
mayores de cuarenta.**

incentiva a los congresistas a votar las soluciones que proponen los economistas, entonces son los economistas quienes tienen la responsabilidad de proponer soluciones a este lío de incentivos y jalarle más, y de manera práctica, a este análisis que a las eternas y conocidas críticas al Congreso. Hay un amplísimo desarrollo que muestra justamente eso y en la actualidad hay muchos economistas metidos en el tema. Incluso el último informe del BID, que se llama "La política de las políticas" (*The politics of policy*), hace todo un desarrollo alrededor de este tipo de ideas.

Entonces yo no creo que sea problema de que los congresistas sean ignorantes y no entiendan los fundamentales económicos. Es un problema de diseño en reglas, incentivos y procedimientos.

C.F.: en general los economistas han participado en el quehacer económico desde cargos técnicos, ¿Cree usted que sería favorable que más economistas se involucraran en la

política, es decir, que comenzaran a trabajar en los temas económicos metiéndose al Congreso?

A.C.: yo pienso que las enseñanzas básicas: los flujos de caja deben cuadrar, los balances tienen un activo y un pasivo, las fuentes y los usos deben ser iguales, etc. son lecciones bien conocidas en el Congreso y por allá no se necesitan profesores. Me

mistas estarían de acuerdo. Se trataba de ampliar la base del IVA, unificar las tasas, reducir la tasa marginal de renta, empezar a eliminar exenciones tributarias, etc. Y lo que el Gobierno recibió fue una avalancha en contra. Los incentivos que tenían los parlamentarios eran muy fraccionados y atomizados. No hubo un solo partido que se pronunciara en apoyo de la propuesta. Empezó así un período en

el cual todo el mundo estaba pendiente de qué decía el otro, porque la competencia se daba prácticamente a nivel individual, y entonces cualquier cosa que dijera el representante X, el representante Y lo iba a usar en su contra. Por esto, todo el mundo se cuidaba y se formó un consenso en el cual el IVA es el

el IVA relacionados con su fraccionamiento, multiplicidad de tasas y base gravable, que es exactamente lo que el Gobierno ha venido planteando de tiempo atrás. Veo un partido tan importante como Cambio Radical enfocado en esa línea, veo a las cámaras de comercio y al sector privado en esa línea, veo a los académicos mucho más activos en el debate nacional en esa línea. Estoy muy contento porque nada era así a finales de 2004.

C.F.: ¿qué tiene más probabilidad, que la economía crezca 5 % este año (2005) o que Santa Fe gane el campeonato de fútbol?

A.C.: yo diría que los dos tienen una probabilidad superior al 99 %... ¡Ya estoy jugado!

C.F.: en sus últimas dos conferencias volvieron a aparecer ecuaciones, ¿le pica, le hace falta la academia, la investigación económica? o ¿usted quiere seguir trabajando, trabajando y trabajando?

A.C.: yo no puedo pensar sin ecuaciones. Ese es un defecto que tengo. En el Ministerio me molestan mucho porque cuando empiezan las discusiones sobre cualquier tema, yo trato de formalizarlo todo en ecuaciones. La verdad, nunca he podido pensar muy bien en párrafos, al menos cuando se trata de economía.

C.F.: los cañonazos del año del ministro de Hacienda:

Disco	<i>Alivio de luto</i> de Joaquín Sabina
Libro	<i>Oracle night</i> de Paul Auster
Película	<i>Contra la pared</i> de Fatih Akin

Muchas gracias ministro por su tiempo. 

Me parece más importante que hubiera economistas que hicieran propuestas sobre cómo hacer más consistentes los incentivos que enfrentan los congresistas con las soluciones de largo plazo del país.

parece más importante que hubiera economistas que hicieran propuestas sobre cómo hacer más consistentes los incentivos que enfrentan los congresistas con las soluciones de largo plazo del país. Creo que eso prestaría un mejor servicio que unos economistas muy inteligentes metiéndose al Congreso y operando bajo exactamente las mismas reglas, procedimientos e incentivos que existen hoy en día.

Yo tengo la certeza de que éste es mucho más un tema de la institucionalidad que un tema de la capacitación.

C.F.: ¿cuál ha sido el momento más duro en su paso por el Ministerio?

A.C.: yo creo que la discusión de la reforma tributaria del año 2004. El Gobierno llevó al Congreso una propuesta sobre la que todos los econo-

impuesto que pagan los pobres y la renta el que pagan los ricos y de ese agujero no salimos porque ellos no veían incentivos para salir.

Aunque fue muy claro que el tema era de organización institucional, la gente prefería la anécdota, la gente—congresistas, medios y analistas— prefería cascarle al ministro de Hacienda por su falta de liderazgo y nunca logramos una reflexión de fondo.

Eso ha cambiado de manera impresionante. Hoy en día hay mucho más consenso alrededor de estas iniciativas tributarias. Ahora mismo me acuerdo, cuando yo decía en 2003 o 2004 que la tasa marginal de renta en Colombia era muy alta, las miradas y los comentarios de ¿cómo así? y entonces ¿cómo cubrimos el hueco? Pero hemos avanzado. Estamos de acuerdo en que tenemos una tarifa alta de renta y tenemos una serie de problemas con

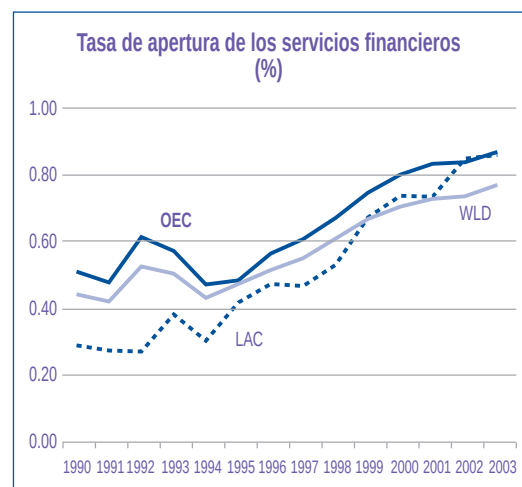
Una agenda futura de liberación de servicios financieros

Cristina Fernández M.¹

1. Introducción

El dinamismo del comercio de servicios es cada vez más sorprendente, gracias a los grandes avances tecnológicos en la infraestructura de transporte del sector, como el acceso a internet y los menores costos de comunicaciones. El caso de los servicios financieros es particularmente interesante por el papel que éstos desempeñan como insumos del resto de la economía. En efecto, además de algunas posibilidades que existen relacionadas con su exportación, la liberación del sector de servicios financieros puede tener un gran impacto sobre el costo de uso del capital y el funcionamiento del mercado, y por lo tanto, hacer más competitivo al resto del sector productivo. Más aún, algunos autores como Konan y Maskus (2004) y Kimura y Lee (2004) afirman que la liberación del comercio de bienes no ha venido acompañada de una mayor inserción internacional, por falta de una mayor liberación del mercado de servicios.

Los acuerdos de comercio han logrado algún avance en términos de homologación y apertura, pero la dinámica del sector servicios, y en particular la de los servicios financieros, nos hace suponer que éste no será el último paso; y dado que sería deseable que los sistemas financieros y los esquemas regulatorios estuviesen preparados para una mayor apertura, parece útil preguntarse qué elementos podría tener un acuerdo de liberación más profundo y sus posibles impactos sobre la región. De acuerdo con lo anterior, el presente artículo se estructura de la siguiente manera: la segunda sección presenta un breve resumen de la literatura sobre los efectos de la liberación del sector financiero; la tercera trata de establecer el alcance que han tenido los acuerdos de integración; la cuarta señala algunos elementos que podrían estar presentes en una nueva



Tasa de apertura exportadora (X+M)/PIB
Fuente: OMC, WDI y cálculos propios.

agenda de apertura; la quinta analiza el grado de preparación de los países para este escenario; la sexta describe algunas medidas regulatorias que podrían tomar los países para prepa-

¹ Economista país de la CAF. Las opiniones de este artículo no comprometen a la CAF. Se agradecen los comentarios de Roberto Junguito y la colaboración de Javier Pérez y Catalina Herrera en la elaboración de este artículo.

rarse para esta nueva agenda de negociaciones, y la última presenta las conclusiones.

2. Breve revisión de la literatura sobre costos y beneficios de la apertura financiera

De acuerdo con la literatura², las principales ventajas de la apertura financiera se pueden sintetizar en tres grandes grupos:

i) *Un mayor acceso al capital foráneo.* La mayor oferta y demanda de recursos implica una reducción en el costo de uso del capital y una mayor diversificación del riesgo, lo que disminuye las posibilidades de contagio.

ii) *Mejoras en los esquemas de regulación y de supervisión.* Con la apertura financiera, las entidades estatales se ven obligadas a realizar su labor de regulación y supervisión de una manera más eficiente, transparente y estable.

iii) *Mejor infraestructura financiera doméstica para el resto del sector productivo.* La apertura tiende a forjar un sector financiero más eficiente, con un rango más amplio de posibilidades y servicios de mejor calidad para sus clientes.

Con respecto a las objeciones que tiene este proceso, algunos autores como Dornbush (1995) y Calvo, Leiderman y Reinhart (1993), coinciden en señalar que el principal riesgo está relacionado con el aumento en los flujos de capital, que a su vez puede generar volatilidad y crear dificultades sobre el manejo macroeconómico. Adicionalmente, existen otras objeciones como las que realizan Hindely y Smith (1984) y Hindley (2000) relacionadas con los costos de

ajuste, en términos de pérdidas de empleo y producción por parte de las entidades ineficientes, y de pérdida de control de los países en desarrollo sobre una variable tan importante como el financiamiento. Sin embargo, como anota Schmukler (2004), en el largo plazo el efecto neto de la globalización financiera puede ser beneficioso para los países en desarrollo, si al momento de iniciar el proceso de globalización se cuenta con fundamentales macroeconómicos sólidos, un marco institucional adecuado y un sector financiero doméstico fuerte y competitivo.³ De todas formas, es importante anotar que la mayoría de estos trabajos se refieren a los efectos de una liberación total del sistema. La siguiente sección analiza hasta qué punto han llegado los acuerdos existentes.

3. Alcance de la liberación en servicios financieros

El comercio de servicios financieros ha sido tratado en varios acuerdos, el pionero de los cuales fue el AGCS (Acuerdo General del Comercio de Servicios). Uno de los puntos más importantes de esta negociación ha sido el *Entendimiento sobre Servicios Financieros*, que es un documento de adopción voluntaria para todos aquellos países que quieran realizar compromisos más profundos en este sector. Sin embargo, el grado de apertura de los servicios alcanzado en la OMC es aún reducido en comparación con otros sectores (Fernández y Pérez 2005). Los servicios financieros también han sido un tema importante en las negociaciones de la Comunidad Andina, aunque el ritmo ha sido lento y el acuerdo difícil.⁴ El más reciente foro de discusión de los servicios financieros ha sido el de los tratados bilaterales, y en particular los TLC con Estados Unidos, en donde se ha logrado un grado de

liberación superior al de la OMC. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, es de esperar que el proceso de apertura continúe en el futuro.

4. Una posible agenda de un acuerdo de liberación más profundo

Antes de aventurarse a establecer cuáles pueden ser los temas de una agenda de negociación más profunda, es útil preguntarse qué características es de esperar que tenga el sistema financiero en el futuro cercano. De manera preliminar, es factible imaginarse las siguientes: i) gran parte de las actividades bancarias serán realizadas de manera transfronteriza y en particular a través de internet. Este hecho tenderá a obviar las restricciones al movimiento de capital y de personas. ii) los diferentes sectores productores de servicios financieros van a estar más integrados entre sí. En la actualidad, por ejemplo, las aseguradoras tienden a fusionarse con los fondos de ahorro; iii) cada vez va a ser más difícil determinar el origen del servicio y es posible que la cadena de producción de servicios financieros se preste de manera desagregada entre países. Por ejemplo, es probable que el encargado de analizar el crédito se encuentre en un país, la persona que ofrece el crédito en otro y quien lo consume en un tercero

² Véase por ejemplo Schumpeter (1911), King y Levine (1993), Levine y Zervos (1998) y Rajan y Zingales (1998).

³ A pesar de lo cual vale la pena citar a Rodrick (1998), quien no encuentra una relación significativa entre la apertura de la cuenta de capitales y el crecimiento.

⁴ Los principales temas que han sido objeto de esta discusión son: la armonización de políticas macroeconómicas, el grado de independencia del sector de servicios financieros, la presentación de inventarios y la salvaguardia de balanza de pagos.

diferente. iv) Los servicios y los bienes estarán muy integrados entre sí; v) la delegación de la vigilancia de las entidades va a recaer cada vez más en el consumidor; vi) las monedas van a estar más relacionadas entre sí, por el aumento en los mecanismos de cobertura cambiaria; vii) por último, la formalización progresiva de las economías va a permitir una mejor adecuación de los productos del sector financiero a sectores que tradicionalmente se han visto restringidos como la pequeña y la mediana empresa.

Es previsible que los procesos de apertura se den antes de que este horizonte (o uno similar) se materialice. Por esta razón, es muy importante que los acuerdos de integración, que no son otra cosa que un contrato

Sucursales

Si bien el tema de sucursales ha estado presente en negociaciones recientes, como los TLC, el asunto se ha limitado a que se permita la forma societaria de las sucursales, pero con unas condiciones muy similares a las de las subsidiarias. En esta sección se busca establecer cuáles serían las principales consecuencias del establecimiento de sucursales, entendidas como instituciones financieras que cumplen con toda la normativa interna excepto con la obligación de disponer de un capital mínimo en pesos determinado por el capital que se encuentre en el país. El tema de las sucursales ha sido ampliamente detallado en la literatura. Entre los trabajos más importantes sobresale el de Hausman y Gavin

(1997) quienes afirman que gran parte de la crisis financiera de Texas a mediados de los años ochenta estuvo relacionada con la limitación al establecimiento de sucursales en ese Estado. Igualmente, Calomiris (1970), Williamson (1989), Jayaratne y Strahan (1996) demuestran que la relajación de

la prohibición de establecer sucursales en Estados Unidos tuvo un efecto importante sobre el número de quiebras de los bancos y el crecimiento. Pero, además de la evidencia empírica presentada por la literatura, en el análisis sobre la conveniencia o no de permitir el acceso a mercado a través de sucursales, es importante tener en cuenta las siguientes consideraciones:

El costo de uso del capital y el carácter procíclico del crédito. Dado que existe alguna evidencia sobre la existencia de economías de

escala en la actividad bancaria, es posible afirmar que la posibilidad de que existan sucursales, que tengan en cuenta el capital de la matriz para el cálculo de la relación de solvencia, podría reducir el costo de uso del capital y mejorar la competitividad de todo el sector productivo. Adicionalmente, el hecho de que el capital provenga del exterior puede reducir el carácter procíclico del crédito. En términos de Hausman y Gavin (1997), las sucursales son una manera de importar solidez de la banca internacional y, por lo tanto, pueden hacer más fuerte al sector financiero y brindar estabilidad macroeconómica.

Los apoyos de liquidez.⁵ Aunque existe una amplia discusión al respecto, una de las principales ventajas de las sucursales es que, en principio, en caso de un faltante de liquidez de la sucursal, la casa matriz es la que debe brindarle apoyo a la sucursal, a diferencia del caso de las subsidiarias, en donde el Banco Central es el que debe responder.⁶ Sin embargo, si el Estado impone restricciones muy fuertes a los bancos extranjeros, es posible que las matrices tampoco respondan por sus sucursales. A pesar de lo anterior, Cerutti *et al.* (2005) ilustran que, en el caso de la crisis argentina, las casas matrices tendieron a apoyar a las sucursales, pero no a las subsidiarias.⁷ De todas formas,

⁵ Los apoyos de liquidez se definen como auxilios que presta la casa matriz o el Banco Central en caso de limitaciones en la liquidez de una institución, para evitar caídas generales en el sistema.

⁶ Para una discusión sobre el tema véase Henry Wallich, Suescún (1997), Gutiérrez (2005) y Cerutti (2005).

⁷ Por ejemplo, mientras que el Citibank anunció un aumento de capital, su sucursal vendió su subsidiaria (Bansud). Crédit Agricole también decidió limitar sus pérdidas dejando que el gobierno tomara posesión de sus subsidiarias: Bersa Biesel y Suquía.

Es muy importante que los acuerdos de integración, que no son otra cosa que un contrato a término indefinido, sean lo suficientemente flexibles y prospectivos como para cubrir las posibles eventualidades que surjan en el camino.

a término indefinido, sean lo suficientemente flexibles y prospectivos como para cubrir las posibles eventualidades que surjan en el camino. De acuerdo con lo anterior, resulta interesante anticiparse en la discusión y determinar cuáles serían las ventajas y desventajas de ir un paso más adelante en los procesos de liberación financiera. En principio, es de esperar que los mayores avances en términos de liberación en el futuro se den en los temas de sucursales y de comercio transfronterizo, que se analizan a continuación.

en casos de crisis es posible que el Banco Central esté interesado en brindar apoyos de liquidez a la sucursal, para garantizar la estabilidad del sector financiero. Así mismo, en varias oportunidades la casa matriz se ha responsabilizado por los problemas

versión extranjera es ambiguo. De una parte, puede que se produzca un efecto negativo de una sola vez sobre el acervo de capital porque las subsidiarias se convierten en sucursales que requieren menos capital.⁹ Sin embargo, también es posible que los bancos extranjeros se sientan atraídos por esta nueva modalidad y en el neto se incremente la inversión. Adicionalmente, es importante tener en cuenta que la inversión extranjera generada por las subsidiarias tiene un carácter más permanente que la inversión extranjera dirigida a una sucursal. Sin embargo, De la

dad de supervisión local de un gran peso, pero se crearían problemas de diversidad en estándares de supervisión¹¹, competencia y/o aplicación de estándares que no están de acuerdo con el grado de desarrollo del país. De todas formas, es bastante previsible que los países en donde se locali-

Es posible que los bancos extranjeros se sientan atraídos por esta nueva modalidad y en el neto se incremente la inversión.

financieros de su filial o sucursal, así legalmente no esté establecido, para evitar la caída del buen nombre de la institución.⁸ Este tema de los apoyos de liquidez resulta particularmente relevante para el caso de países dolarizados como Ecuador en donde el Banco Central no puede desempeñar su labor de prestamista de última instancia. Sin embargo, también puede ser importante para países con monedas propias, porque el que la casa matriz sea la encargada de esta función puede constituirse en un factor contracíclico.

Inversión. El efecto de la posibilidad de abrir sucursales sobre la in-

Dehesa (1997) señala que en realidad los bancos internacionales no están interesados en establecer sucursales en los países en desarrollo, y si lo hacen es para atender a clientes determinados.¹⁰

Supervisión y regulación. En el esquema de liberación de sucursales no es claro quién realiza la labor de supervisión. Si la realiza el país receptor, es posible que también deba supervisar la casa matriz, lo que implica problemas de capacidad e información. Si lo realiza la entidad extranjera, como lo proponen Hausman y Gavin (1997), siguiendo el ejemplo de Nueva Zelanda, se libera a la enti-

⁸ Algunos ejemplos son los casos de HSCB en Argentina, Banco Espíritu Santo en Brasil, y ABN AMOR y KBC que prometieron correr con las pérdidas de su subsidiaria en Hungría, después de que se demostró su fraude (*The Economist*, 2003, citado en Cerruti *et al.*, 2005).

⁹ En este punto, vale la pena anotar que el régimen actual colombiano permite que parte de la inversión de capital se realice a través de capital suplementario, el cual puede ser reintegrado rápidamente al país donde se localiza la casa matriz. Este hecho hace que en realidad la inversión extranjera tenga un carácter menos permanente del que generalmente se le atribuye.

¹⁰ Cerutti *et al.* (2005) concluyen que los bancos tienden a establecerse como sucursales en países que tienen mayores impuestos a la renta, y que presentan menores restricciones regulatorias en general, y sobre las sucursales, en particular, mientras que deciden establecerse como subsidiarias cuando quieren penetrar el mercado interno. También sugiere que las diferencias legales en el grado de responsabilidad de la casa matriz también afectan la decisión de establecerse como subsidiarias o sucursales.

¹¹ Una solución para lo anterior sería permitir las sucursales para una lista de países que cumplen con un determinado estándar regulatorio.

Presencia de la banca extranjera en América Latina

	Argentina	Bolivia	Brasil	Chile	Ecuador	México	Perú
Número de bancos	79	12	193	25	22	33	15
Número de bancos bajo control extranjero	30	5	73	14	2	21	12
Número de subsidiarias	15	2	64	6	0	11	9
Número de sucursales	15	3	9	8	2	10	3
Subsidiarias en los bancos TOP 100	10	1	38	6	0	10	4
Sucursales en los bancos TOP 100	10	1	6	6	2	10	3
Participación en activos de los bancos TOP 100 entre los bancos controlados por capital extranjero	90%	59%	91%	98%	100%	100%	52%

Fuente: Cerutti *et al.* (2005).

za la casa matriz no quieran responsabilizarse por la supervisión de este tipo de sucursales.

Comercio transfronterizo

El comercio transfronterizo de servicios se refiere a la posibilidad de comprar servicios financieros en la

del comercio transfronterizo asociados con el aumento en los flujos de capital fue una de las principales razones que llevaron a Chile a restringir la liberación de este modo de prestación del servicio a algunos sectores específicos. Con respecto a la supervisión, es evidente que en el comercio transfronterizo los bancos estarían operando con entornos regulatorios e impositivos diferentes y, por lo tanto, las condiciones de competencia serían diferentes. Además, la labor de proteger a los consumidores del sector financiero sería muy dispendiosa de cumplir. Este hecho implica que para permitir este modo de prestación del servicio en todo el sector, sería necesaria una armonización de normas regulatorias o, como su-

Como es posible observar en el gráfico, Colombia se encuentra por encima del promedio de América Latina (LAC-9) en casi todos los indicadores observados, salvo en derechos de propiedad y profundización financiera.

contraparte, desde el interior del país.¹² Esta disposición se encuentra presente en los TLC, pero se negocia con lista positiva, lo que le da un alcance bastante restringido a su liberación. El interrogante que pretende responder esta parte del trabajo es qué pasaría si la posibilidad de realizar comercio transfronterizo se extendiera a todo el sistema bancario. Antes de comenzar la discusión, vale la pena reconocer que los esfuerzos que se realicen por restringir este tipo de comercio tienden a ser poco efectivos como consecuencia de los constantes desarrollos tecnológicos que presenta la banca por internet.

Las ventajas o desventajas de aceptar el comercio transfronterizo son muy similares a las de aceptar sucursales. Sin embargo, es posible que existan algunos nichos interesantes para la exportación como el análisis de riesgo, el procesamiento de datos, etc. Adicionalmente, en términos de flujos de capital y dificultades de supervisión, los riesgos parecen más latentes. En efecto, los potenciales peligros

giere el camino de Basilea II, una delegación de las actividades de las superintendencias en los prestadores y usuarios de servicios financieros.

5. ¿Qué tan preparada está América Latina para enfrentar un mayor grado de apertura?

En general, es de esperar que los lentos avances que ha tenido el proceso de apertura no afecten significativamente los sistemas financieros. Sin embargo, como se mencionó anteriormente, lo más probable es que el proceso de apertura continúe, impulsado por acuerdos comerciales o por las fuerzas del mercado, hacia una liberalización como la que se describió en la sección anterior y tenga impactos no sólo para el sector sino para toda la economía. Con el fin poder establecer el grado de madurez de los sistemas financieros de América Latina, se identificaron seis cualidades claves para maximizar las ventajas

y minimizar los riesgos de un proceso mayor de apertura. A continuación se describen las cualidades escogidas y los indicadores seleccionados para su estimación.¹³

i) *Sólido en términos financieros* que pueda prever y mitigar adecuadamente los riesgos y que tenga una regulación que sea flexible, simple, transparente y orientada a los estándares internacionales. Adicionalmente, la solidez puede determinar no sólo el buen funcionamiento del sector, sino también un mayor acceso real a los mercados, porque la mayoría de las restricciones de acceso a mercado que enfrentan los países en desarrollo está relacionada con la baja confiabilidad en la regulación y en la fortaleza del sistema. Para estimar la solidez se utilizó el índice de fortaleza financiera de Moody's (2003).

ii) *Abierto*, con una gran capacidad de adaptación a la mayor competencia, las innovaciones financieras, el entorno macroeconómico y las necesidades de los clientes. Para estimar el nivel de apertura se utilizó el nivel de apertura ajustado de Mattoo (2001).¹⁴

iii) *Profundo*, debe presentar altos índices de bancarización e integrar

¹² Sin embargo, en los acuerdos realizados con Estados Unidos, por lo general, también se incluye el consumo en el exterior dentro de estas disposiciones.

¹³ La metodología utilizada para agregar índices consistió en normalizar los datos utilizando la media y la desviación estándar mundial. Posteriormente se le otorgó calificación de A a los datos que se desviaban más de 1 desviación estándar del promedio, B para los que se desviaban entre 0 y 1, C para 0 y -1, y D para más de 1 desviación.

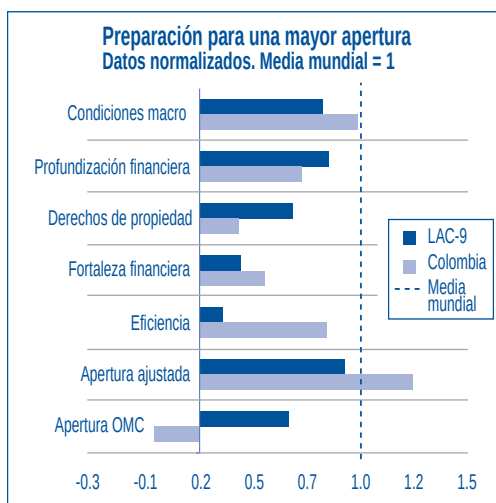
¹⁴ Este índice ajusta el nivel de apertura de los países ante la OMC por algunos factores de competencia. El ajuste implica una gran diferencia para Brasil, Colombia y Ecuador, que tienen niveles de integración muy bajos ante la OMC.

adecuadamente los diferentes tipos de servicios financieros porque el mercado tiende a funcionar mejor en los países donde el sector financiero se encuentra más desarrollado. Para estimar la profundidad de los sistemas financieros se utilizó el crédito doméstico/ PIB.¹⁵

iv) *Confiable*, que respete los derechos de los acreedores y de los deudores, y que tenga trámites transparentes y ágiles. Estas características le pueden permitir al sector, por ejemplo, una valoración adecuada de los colaterales o garantías en los contratos financieros. Para estimar el tema de los derechos de propiedad se construyó un índice que da una ponderación igual a los derechos de propiedad efectivos obtenidos con la metodología BID (2004)¹⁶ y un indicador de trámites para hacer cumplir un contrato en términos de costos, número de procedimientos y tiempo.¹⁷

v) *Eficiente*, que reduzca el tamaño de los costos de ajuste. De acuerdo con Beck *et al.* (2001) la eficiencia financiera se calcula como el margen de intermediación (ingresos netos de intereses/activos).¹⁸

vi) *Estable en términos macroeconómicos*, que opere en un entorno macroeconómico estable que pueda minimizar los efectos adversos de los



Fuente: cálculos propios basados en WEF(2005), Mattoo (2001), WDI(2005), Doing Business (2006), Kaufman *et al* (2003), Moody's (2004) y Estadísticas Financieras del Banco Mundial (2005).

flujos de capital. Las condiciones macroeconómicas se calcularon con el índice de ambiente macroeconómico del WEF.

Como es posible observar en el gráfico, Colombia se encuentra por encima del promedio de América Latina (LAC-9¹⁹) en casi todos los indicadores observados, salvo en derechos de propiedad y profundización financiera. En apertura, el indicador ajustado de Mattoo (2001) nos haría pensar que no es necesario realizar más esfuerzos en los acuerdos de liberación financiera. Sin embargo, en el nivel no ajustado el país se encuentra muy por debajo del promedio, lo que sugiere que el nivel de

compromisos financieros en la OMC (y posiblemente en otros acuerdos) se encuentra muy por debajo del nivel real de apertura.

Con respecto a los resultados para el total de América Latina, del cuadro que se presenta a continuación sería posible afirmar que, en general, la región no está preparada para una apertura agresiva del sector bancario. Sin embargo, es importante tener en cuenta que la metodología hace que la media mundial, que incluye los países desarrollados, se ubique en 0 (B- o C+). De esta manera, se considera que un país en desarrollo debe en promedio tener B o C como calificaciones.

Sin embargo, el ejercicio nos permite identificar algunas falencias a nivel de la región, como el grado de eficiencia y la fortaleza financiera; y otras a nivel de países, como la fortaleza financiera en Argentina y Bolivia, la eficiencia en Brasil y los derechos de propiedad en Colombia.

¹⁵ (WDI).

¹⁶ Doing Business (2006) con base en Kaufmann *et al* (2003) y Doing Business (2006).

¹⁷ Doing Business (2006).

¹⁸ La fuente de los datos es el Banco Mundial.

¹⁹ Argentina, Bolivia, Brasil, Colombia, Chile, México, Perú y Venezuela.

Preparación para una mayor apertura								
	Argentina	Bolivia	Brasil	Colombia	Chile	Ecuador	México	LAC-9
Condiciones macro	C-	D+	C	C+	A	C	B	C+
Apertura	B+	B+	C-	B-	B-	B-	C+	C+
Profundización financiera	B-	B-	B-	C	B	C	C	C+
Derechos de propiedad	C-	C	C	C-	B-	C+	C	C
Fortaleza financiera	D	D	C	C	B	D+	C+	C-
Eficiencia	C+	C+	D-	C+	C+	C	C	C-
Preparación para una mayor apertura	C	C	C-	C+	B	C	C+	C

Fuente: cálculos propios basados en WEF(2005), Mattoo (2001), WDI(2005), Doing Business (2006), Kaufman *et al* (2003), Moody's (2004) y Estadísticas Financieras del Banco Mundial (2005).

El sistema de regulación y supervisión

Pero además de trabajar en los seis puntos descritos anteriormente, es posible que los gobiernos deban considerar realizar reformas adicionales a los esquemas regulatorios, que les permitan a los sistemas financieros ajustarse mejor a la naturaleza de los cambios, que se espera, sucedan en el mercado de servicios financieros. En efecto, el esquema supervisor en el futuro, además de ser flexible, simple, transparente y orientado a los estándares internacionales, debe tener una posición más estratégica y menos casuística. Adicionalmente, es relevante que los países tengan en cuenta el tema de

apertura a la hora de reformar su sistema regulatorio, y en particular los aspectos de multibanca (Clavijo, 2000), banca pública (Panizza, 2004) y legislación sobre competencia en el sector bancario. Finalmente, es de vital importancia que los países continúen avanzando en los esfuerzos por incrementar la independencia del ente supervisor y mejorar la medición del riesgo por parte de las entidades financieras.

7. Conclusiones

El hecho de que la reciente negociación de servicios financieros en el marco del TLC con Estados Unidos no implique cambios sustanciales en el sistema financiero no signifi-

fica que los países no deben prepararse para esquemas de liberación más profunda. Los avances en la industria de servicios financieros y las crecientes facilidades de transporte de estos servicios hacen suponer que el proceso de apertura del sector se encuentra a mitad de camino. Los países deben tener en cuenta esta perspectiva no sólo para emprender reformas puntuales, que por ejemplo pueden estar relacionadas con el grado de competencia en Brasil y los derechos de propiedad en Colombia, sino también para diseñar los esquemas regulatorios que necesita el sector financiero para maximizar los beneficios y minimizar los riesgos de un eventual mayor grado de apertura. **ANIF**

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BID (2005) IPES 2005, Desencadenar el crédito: cómo ampliar y estabilizar la banca.
- Calamoris C. (1970), citado en Hausman R. y Gavin M. (1997).
- Calvo (1998), "Capital Flows and Capital-Market-Crises: The Simple Economics of Sudden Stops", *Journal of Applied Economics*, 1, noviembre, 1998, págs. 35-54.
- Cerutti E. et al (2005), How banks go abroad: Branches or Subsidiaries, trabajo presentado en LACEA 2005.
- Clavijo S. (2000), "Hacia la multibanca en Colombia retos y retazos financieros", *Borradores del Banco de la República*.
- De la Dehesa G, Comment on Gavin M. and Hausman R. (1997), Make or Buy? Approaches to Financial.
- Market Integration en "Safe and sound financial systems", editado por Liliana Rojas- Suárez.
- Fernández C. (2005), "La liberalización de servicios: un mundo por explorar", *Reporte de Economía y Desarrollo RED*, 2005, CAF.
- Fernández C. y Pérez J. (2005), Revisión del grado de liberalización del sector servicios en América Latina, CAF.
- Fernández C. y Torres N., Banco de la República (2003), Argumentos para analizar la propuesta del gobierno de Estados Unidos en el marco de la negociación de servicios financieros, mimeo Gutiérrez, Prieto y Luque (2003), Reporte sobre prestamista de última instancia, enero 10, 2003.
- Hausman R. y Gavin M. (1997), "Approaches to financial market integration", en *Safe and sound financial systems*, editado por Liliana Rojas-Suárez.
- Hindley B. (2000), "Internationalization of Financial Services: A Trade Policy Perspective", mimeo, brianhindley@lineone.net.
- Hindley B. y Smith A. (1984), "Comparative Advantage and Trade in Services", *The World Economy*, 7, págs. 369-390.
- Jayarathne J. and Strahan P.E. (1996), "The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation", *Quarterly Journal of Economics* CXI, págs. 639-670.
- Kimura F. y Lee H. (2004), "The Gravity Equation in International Trade in Services", European Trade Study Group Conference, University of Nottingham.
- King RG. y Levine R. (1993), "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right", *Quarterly Journal of Economics*, 108:3, págs. 717-37.
- King RG. y Levine R. (1993), "Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence", *Journal of Monetary Economics*, vol.32, No.3, págs.513-42, diciembre.
- Konan D. y Maskus K. (2004), "Quantifying the Impact of Services Liberalization in a Developing Country", *The World Bank, Policy Research Working Paper Series* 3193, enero, 2004.
- Levine R. y Zervos S. (1998), "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", *American Economic Review*.
- Mattoo A., Rathindran R. y Subramanian A. (2001), "Measuring Service Trade Liberalization and its Impact on Economic Growth", *Policy Research Working Paper*, No.2655.
- Panizza U. (2004), *Should the Government be in the Banking Business? The Role of State-Owned and Development Banks*.
- Rajan R., Raghuram G. y Zingales L. (1998), "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*.
- Rodrik D. (1998), "Who Needs Capital-Account Convertibility?," *Essays in International Finance*, No. 207, (Princeton: Princeton University).
- Schmukler, S. (2004), "Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries".
- Schumpeter J. (1912), *Teoría del desenvolvimiento económico*, traducción española, Fondo de Cultura Económica, 1944, México.
- Suescún R. (1987), "Nueva evidencia sobre economías de escala en la banca colombiana", *Ensayos sobre política económica*, No.12.
- Williamson S. (1989), "Restrictions on financial intermediaries and implications for aggregate fluctuations: Canada and the United States, 1870-1913," *Staff Report 119*, Federal Reserve Bank of Minneapolis.

Mitos y realidades de la apreciación cambiaria*

Una de las grandes paradojas en economía consiste en que los países de bajo desarrollo arrancan su carrera hacia el bienestar con niveles de tasa de cambio real significativamente devaluadas frente al mundo desarrollado. A medida que mejora su productividad, y con ella su salario real, el curso indefectible es hacia una tasa de cambio real más apreciada, señal de una mejor capacidad adquisitiva frente al mundo desarrollado.

El activismo en materia cambiaria, por el que tradicionalmente han clamado los empresarios latinoamericanos, se nutre de una doble falacia en materia económica. Por una parte, poco distinguen entre fenómenos de corto plazo (donde los factores monetarios y financieros juegan un papel importante) de aquellos de mediano y largo plazo (donde son los determinantes del sector real, la abundancia de recursos y su disposición productiva los que dictan el curso último de la economía). De otra parte, dichos empresarios tienden a confundir los determinantes “nominales” (el dinero) con aquellos de origen “real” (productivo). Tal vez el mejor ejemplo tiene que ver con el mercado cambiario, donde se cree que los ires y venires de

las intervenciones pueden alterar el curso último de la tasa de cambio real. Ahora bien, que un grupo de empresarios mantenga esta confusión es apenas entendible, pero lo que resulta realmente sorprendente es que algunos banqueros centrales no hayan podido superar esta fase de distinción elemental entre corto-largo plazo y determinantes nominales-reales.

En esta nota retomaremos este “acertijo” de la apreciación cambiaria para el caso de Colombia durante el año 2005, con el fin de ilustrar esta “paradoja”. En Anif habíamos abordado este tema para explicar el porqué de este fenómeno durante 2004 (Semanal No. 780 de mayo de 2005), sólo que ahora se ha seguido profundizando y hoy tiene otros ribetes. Procederemos entonces a señalar lo acontecido y a contrastarlo con diversas hipótesis “populares”, incluyendo el “dramatizado” que se ha montado nuestro propio Banco Central a este respecto.

¿Qué pasó en materia cambiaria durante 2005? Durante el primer semestre de 2005, la cuenta corriente de la balanza de pagos fue deficitaria en US\$500 millones (el 0.86% del PIB), mientras que la cuenta de capitales arrojó un saldo positivo de US\$680

millones (1.17% del PIB). Para ese entonces, la disponibilidad neta de divisas era de tan sólo en US\$180 millones. En el tercer trimestre del año, sin embargo, la cantidad de divisas al interior del país se disparó producto del aumento en los flujos financieros de corto y largo plazo, lo cual ubicó a la cuenta de capitales en un superávit de más de US\$ 2000 millones (ver cuadro 1). Pese a que el déficit en la cuenta corriente se hizo más pronunciado en este mismo periodo, la disponibilidad bruta de divisas ascendió a US\$1086 millones a corte de septiembre.

Sin embargo, cabe mencionar que las compras de divisas del Banco de la República (BR) en el mercado *spot* ascendieron a US\$3550 millones durante los nueve primeros meses de 2005. Luego de descontar los US\$1950 millones que decidieron venderle al gobierno en este periodo (como si las divisas estuvieran marcadas), se tiene un efecto contractivo en la disponibilidad de divisas cercano a los US\$1600 millones.

* Este tema se analizó en el Informe Semanal No. 811 de diciembre 5 de 2005 y aquí se ha actualizado.

Cabe entonces preguntarnos: ¿obedece la revaluación a un cambio en la composición de los portafolios financieros, tal como había ocurrido durante buena parte de 2004? O, acaso ¿es la revaluación producto de una revitalización del narcotráfico y de su consabido lavado de activos, como inclusive lo interpretaron algunos congresistas de declaraciones dadas por el BR?

En Anif consideramos que las fuerzas detrás de la apreciación cambiaria provienen de una sustancial mejora en los términos de intercambio durante los años 2004-2005 y de una revitalizada lectura del país en materia de orden público. A la luz de esta mejora en el bienestar nacional, cabe preguntarse cuál es el sentido de la “ingeniería financiera” que se ha montado el BR y cuál su efectividad frente a una apreciación promedio superior al 11% nominal, como la observada a lo largo de 2005 (ver gráfico 1). Es importante recordar que ésta apreciación ha sido similar a la que se observa en Chile (donde no se interviene el mercado cambiario) o en Brasil (donde se habla mucho y se interviene poco, las llamadas *mouth-interventions*). Nos preguntamos entonces, ¿más allá de preservar su capital político, para qué han servido las intervenciones del BR que ahora amenazan con desbordes monetarios, inflación de activos y presiones sobre la propia inflación meta de 4.5% para 2006? Veamos cada uno de estos temas.

El ‘laberinto’ cambiario-monetario del BR. Al corte de octubre de 2005, el BR había

Cuadro 1 Balanza de pagos - Resumen (US\$ millones)		
	2004	2005 (e)
I. Cuenta corriente	-967	-1.518
Bienes y servicios no factoriales	-433	-784
Renta de los factores	-4.184	-4.680
Transferencias	3.650	3.910
II. Cuenta de capital y financiera	3.134	2.929
Flujos financieros de largo plazo	2.008	3.260
Flujos financieros de corto plazo	1.126	-331
Variación reservas internacionales brutas	2.541	1.411
Saldo de reservas internacionales netas	13.536	14.947

Fuente: Banco de la República y proyecciones Anif.

comprado en el mercado cambiario US\$4.658 millones, de los cuales US\$3.250 (70%) fueron vendidos al Gobierno Nacional (ver cuadro 2). El mecanismo utilizado fue el siguiente (ver gráfico 2): 1) el Gobierno colocó TES en el mercado primario; 2) el BR se “comprometió” a defender el arbitrario “piso cambiario” de \$2.300/dólar, acumulando reservas internacionales (RIN) y generando grandes expansiones en sus agregados monetarios; 3) el BR procedió a esterilizar

parcialmente dichas expansiones monetarias a través de la venta de parte de su portafolio de TES; 4) el Gobierno pasó a demandar divisas del BR (sin saberse bien por qué éste no procedía a comprarlas directamente en el mercado y por qué continúa trayendo dólares por otras vías); y 5) el Gobierno terminó girando al exterior buena parte de los recursos drenados de las RIN.

Después de todo este galimatías cambiario, no sobra preguntarse: ¿acaso no habría sido mucho más sencillo que el go-

bierno hubiera dejado de traer divisas al país y que los dólares que requería para girar al exterior los hubiera comprado directamente en el mercado *spot*? La respuesta es un sencillo Sí y de haber actuado de esta forma se hubiera preservado una flotación cambiaria que habría evitado la gran expansión monetaria que hoy amenaza nuestro mercado con inflación de activos (bursátiles y en TES) y, esto es lo nuevo, ahora con presiones sobre la meta de inflación de 2006 (ver gráfico 2).

Los mitos de la apreciación cambiaria. Comentábamos anteriormente que a lo largo de 2005 se ha propuesto todo tipo de explicaciones sobre la “enfermedad” de la apreciación cambiaria. La verdad sea dicha, a medida que se fue profundizando el problema, el “imaginario colectivo” fue creciendo.

Mito 1. Las fuerzas oscuras. Ha sido común encontrar versiones periodísticas que asocian el fenómeno revaluacionista con la revitalización de actividades del narcotráfico. Por ejemplo, se insinúa que las remesas de



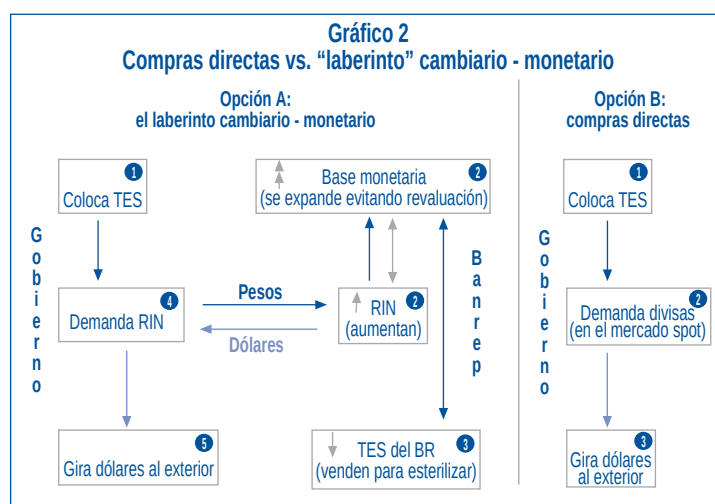
Fuente: Banco de la República y cálculos Anif.

trabajadores del exterior (US\$2.301 millones de enero a septiembre de 2005) y que el rubro de “errores y omisiones” (US\$380 millones) de la balanza de pagos esconden dichos ingresos del narcotráfico. Sobre la hipótesis de las remesas habría que precisar que, si allí ocurre lavado, esa es materia de investigación de Estados Unidos y España. Ellos son la fuente principal de esos recursos. De otra parte, el tamaño del rubro de “erro-

res y omisiones” resulta claramente sospechoso, pero por lo moderado.

Mito 2. Los déficit gemelos. Algunos analistas siempre ven en el déficit fiscal la fuente de todos los problemas y en todos los momentos. En Anif, por el contrario, venimos aplaudiendo los esfuerzos de corto plazo del Ministerio de Hacienda por reducir el déficit fiscal y, dentro de éste, el componente de financiamiento externo. Por ejemplo, la composición del financiamiento interno-externo por fin se movió a 80%-20% durante el año 2005, siendo que esto habría sido lo aconsejable desde mediados del año 2003. Así pues, creemos que la “pistola humeante” sobre la apreciación cambiaria (sentimos decirlo) deben buscarla no en el cinto del Ministro de Hacienda, sino en las fuerzas de Oriente que hoy han alterado los términos de intercambio de forma favorable para quienes exportamos (todavía) petróleo, carbón y ferromineral.

Mito 3. Los Capitales Golondrina y la IED. Las inversiones de portafolio del exterior hoy bordean cerca de US\$1.850 millones, cifra que todavía es inferior al pico que se tuvo a mediados de los años noventa. Si bien estas inversiones se han incrementado en cerca de



Fuente: cálculos Anif.

US\$1.000 millones durante el año 2005, unos US\$470 corresponden a valorizaciones bursátiles y los restantes US\$530 sí están asociados al interés de la Inversión Extranjera Directa (IED) en entidades como Bavaria y Coltabaco, entre otras. Además, la IED viene haciendo aportes cruciales en materia de exploración petrolera, con recursos adicionales por cerca de US\$1.500 millones en años recientes. De otra parte, justo es reconocer que la restricción de estadía de un año que impuso el gobierno al componente de capital de los TES *off shore* logró estabilizarlos en US\$500 millones, al tiempo que se les abrió la compuerta de inversión en TES a los bonos exter-

nos denominados en moneda local. Luego claramente ésta no ha sido la fuerza vital detrás de la apreciación cambiaria durante 2005.

Conclusión. En Anif creemos que la explicación al acertijo de la revaluación no está en los movimientos de capitales especulativos de corto plazo, sino en una mejor lectura del tema de orden público y unas ganancias sustantivas en los térmi-

nos de intercambio casi por tercer año consecutivo. A pesar de la apreciación nominal promedio del orden de 12% a lo largo del año 2005, la tasa de cambio real con los dieciocho principales socios comerciales se ha logrado mantener en niveles históricamente aceptables del orden de 115-105 (donde 1994=100, según se deflacte por IPP-IPC).

Así pues, para propósitos de entendimiento de las fuerzas de apreciación de la tasa de cambio, poco y nada aporta la compleja e innecesaria “ingeniería financiera” que han fabricado el BR-gobierno, pues su probada efectividad es casi nula frente al éxito de la “Seguridad Democrática” y la atracción de IED. Ahora bien, si de lo que se trata es de dar malas noticias para fabricar rápidamente una devaluación del peso, ya se viene escuchando que la geología petrolera luce cada vez más compleja y esquiva al hallazgo de nuevas reservas petroleras. Entonces “tranquilos”, que nuevamente las fuerzas del sector real terminarían dictando una devaluación para Colombia de 2007 en adelante, lo cual habría de traer serios problemas no sólo comerciales, sino de tipo fiscal. Ojalá esto no ocurra. **ANIF**

Cuadro 2
Compra y venta de divisas
por parte del Banco de la República
(US\$ millones)

	2004	2005
Compras al mercado	2.905	4.658
Ventas al gobierno	500	3.250
Incremento RIN		
Monto	2.405	1.408
Porcentaje	17.7%	9.7%
Apreciación	10%	11.7%

Fuente: Banco de la República y cálculos Anif.

Análisis económico al alcance de todos... los interesados

Comentarios al libro:

Las piezas del rompecabezas: desigualdad, pobreza y crecimiento
escrito por A. Montenegro y R. Rivas
(Editorial Tauros-Alfaguara)

Por: Sergio Clavijo

Quien afirme que la economía es sencilla e intuitiva probablemente no sabe mucho de ella. Pero quien asevere que es árida y aburrida, seguramente está en mora de deleitarse con el excelente libro que acaban de escribir Armando Montenegro y Rafael Rivas. Su título es, de entrada, provocativo:

Las piezas del rompecabezas...
Como pocos, dicho escrito está destinado a los no especialistas en temas económicos, donde se ha hecho un encomiable esfuerzo por tratar, en un lenguaje claro y directo, los agudos problemas económicos y sociales de Colombia.

Este libro tiene una arista adicional que debería atraer a todos los estudiosos de las áreas sociales: relatos históricos sobre la forma como se fueron fraguando los desequilibrios sociales, las raíces de la pobreza y la desigualdad, donde las pugnas sectoriales y los juegos políticos produjeron la Colombia de hoy. Un país algo descuadrado en sus aspectos institucionales, pero respetuoso como pocos de los mecanismos democráticos; un

país con serios problemas estructurales en sus finanzas públicas (no se pierda el capítulo décimo), pero cumplidor de sus obligaciones financieras como casi ninguno en la región latinoamericana.

Esta mezcla de democracia, con alto sentido de respeto por las leyes internacionales, esconde un drama social de alta inequidad. Pero, al mismo tiempo, esconde también un denodado esfuerzo de una bien formada tecnocracia, de Montenegros y Rivas, que intenta acertar en sus diagnósticos y ayudar a enderezar las leyes. Leyes que a veces se conciben con un alto idealismo técnico, pero que poco a poco van concatenándose con la realidad política del país, tal como lo ilustran los autores en sus interesantes capítulos sobre pobreza, desigualdad y educación.

Particular atención nos merece el bien logrado capítulo sobre educación en Colombia. Allí se inicia con la llamativa anécdota de Alberto Lleras acerca de la importancia de “asistir a la escuela”, como la “única forma de no perder toda esperanza”. Ese era el *dictum* de los años

cincuenta en Colombia. Pues bien, sucede que la problemática del siglo XXI en materia educativa es más grave, pues por cuenta de la mala calidad de la educación pública, afirman los autores, el drama es que “... a pesar de que estáis ahí, en la escuela, todavía no tenéis razones para la esperanza”.

En efecto, Colombia enfrenta el drama de tener que focalizar mejor la calidad de su educación, especialmente en la escuela primaria pública, como la única forma de ganar competitividad a nivel mundial. Los instrumentos son bien conocidos y a nivel departamental en Antioquia y en Cundinamarca, así como a nivel municipal en Medellín y Bogotá, se han venido aplicando con relativo éxito. Los autores los analizan en detalle: las evaluaciones del ICFES, la “Nueva Escuela”, el Sistema de Aprendizaje Tutorial (SAT), Becas Paces, Colegios por Concesión, etc. Se trata entonces de expandir estos sistemas a todos los rincones de la Patria. Afortunadamente, Montenegro y Rivas también dan luces de esperanza a través de la aplicación a fondo de los criterios de capitación contenidos en la Ley 715 de 2001, de la federalización

fiscal para lograr complementar el oneroso sistema de coparticipaciones territoriales y de la reducción de los regresivos subsidios implícitos en la educación pública universitaria.

Los autores enfatizan estos puntos ilustrando las bases del desarrollo asiático: la educación primaria pública y de buena calidad debe tener prioridad sobre la educación universitaria. Más aún, añadimos nosotros, hasta no completar la cobertura universal neta en educación básica, esa prioridad también debería prevalecer sobre la educación secundaria pública, abriendo espacios para la educación técnica y vocacional. Este mensaje también se desprende directamente de los instrumentos para expandir la cobertura y mejorar la calidad: los subsidios a la educación pública, dados a través de

contar cabezas en los pupitres y de evaluar su desempeño, son la mejor forma de mejorar la distribución del ingreso y, al mismo tiempo, de incrementar la productividad de los factores. Para nosotros, esa es la principal pieza del rompecabezas social de Colombia y los autores han pintado dicha ficha en colores fosforescentes para que nunca más lo olvidemos. **ANIF**



La lucha contra la pobreza (... y el ego)

Comentarios al libro:
El fin de la pobreza:
según las posibilidades económicas de nuestra era,
escrito por Jeffrey Sachs (Editorial Penguin Press, New York)

Por: Jim Hammer*

¿A quién se le ocurriría experimentar en el laboratorio de las hiperinflaciones de la Paz-Bolivia en 1985-1987 para poder imaginar lo que ocurrió en la Alemania de 1920? ¿Quién podría jugar al “día cero de la creación económica” en Polonia, tras el derrumbe del muro de Berlín en 1989, y nuevamente en la Rusia de 1991? Y, por último, ¿quién tuvo la suerte de asistir al despertar de China en 1978-1981 y al de India 1996-2000?

Ese afortunado y dedicado investigador se llama Jeffrey Sachs, quien estuvo vinculado por más de tres décadas a la Universidad de Harvard y actualmente dirige el *Earth Institute* de la Universidad de Columbia en Nueva York.

No contento con haber “descubierto” ese fascinante, pero duro, mundo del subdesarrollo, Sachs encontró también la oportunidad de vincularse directamente a varios programas de lucha contra la pobreza a través de las Naciones Unidas, a partir del año 2001. Durante los años 2003-2005 Sachs ha ayudado a liderar el conocido proyecto del *Millennium Declaration*, donde se han trazado cronogramas y metas concretas, tales como:

a) Reducir a la mitad la proporción de gente que actualmente vive en condiciones

de extrema pobreza (menos de US\$1-día), la cual hoy alcanza 10% en América Latina.

b) Cobertura universal en educación básica, que continúa estando por debajo del 80% en varios países de América Latina.

c) Y promover igualdad en las oportunidades sociales, especialmente por género.

Buena parte de esta agenda del *Millennium* es la que ha llevado a diversos países a plantearse metas por quinquenios o décadas. Así lo hizo, por ejemplo, India en el año 2000 al proclamar que estaría creciendo a tasas reales per cápita del 7% entre 2000 y 2010, reduciendo la mortalidad infantil, modernizando su economía. Sachs trabajó de cerca con el primer ministro Singh durante estos años y la economía política ha sido favorable para asegurar que la senda básica luzca hoy posible. Gracias a que el *Earth Institute*, que hoy lidera Sachs, mantiene profundos lazos con las Naciones Unidas, esta agenda del *Millennium* se ha ido transmitiendo hacia el mundo subdesarrollado de forma cada vez más organizada y sistemática.

* Consultor internacional.

Colombia no ha sido la excepción y es así como hoy contamos con la Agenda del Segundo Centenario (Plan 2019), liderada por el Departamento Nacional de Planeación, el cual también ha trazado metas y cronogramas concretos que hoy se discuten a lo largo y ancho del país. ¿Cuáles son las condiciones sociales requeridas para que Colombia pueda acelerar su crecimiento del actual 4% al 6% en la próxima década? ¿Cuáles son las condiciones presupuestales requeridas para poder adelantar las inversiones en infraestructura que darán soporte a ese deseo de mayor crecimiento?

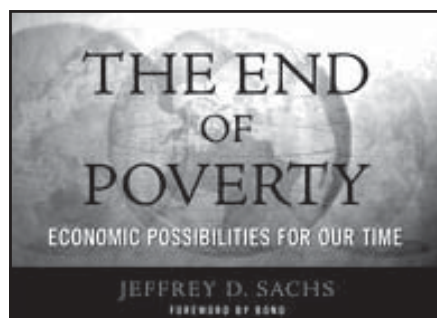
Así, muchos de los “Objetivos de Desarrollo del Milenio” (ODM) y del Plan 2019 apuntan en la misma dirección. El grueso de dichas metas está relacionado con la gran tarea de erradicar la pobreza extrema en el mundo. Sin embargo, ha existido cierto escepticismo sobre las probabilidades de éxito de los ODM, dados los relativos fracasos en que terminaron iniciativas similares. Hoy, cinco años después de firmados los ODM, ya existe preocupación, pues los últimos reportes internacionales indican que, a pesar de los esfuerzos, persisten problemas de diversa índole. En unos casos los países se encuentran mal encaminados y en otros los progresos son insuficientes.

Pero precisamente por esta amenaza constante de fracaso de los ODM es que vale la pena leer a fondo esta interesante obra de un Sachs más maduro, de quien cabe resaltar dos pro-

fundas y reiteradas lecciones. La primera toca con el diagnóstico médico aplicado a la economía, donde de forma pedagógica ilustra la forma como cabe acercarse al país-paciente y analizar su compleja problemática económica y social. Este diagnóstico rara vez admite reglas generales, pues debe guiarse por pulsos, palpitos y tensiones particulares. La aplicación juiciosa de este nuevo enfoque posibilitará distinguir adecuadamente entre el país-paciente, que eventualmente debe salir del subdesarrollo, y el paciente-país que por décadas se quedará aguardando la superación de la pobreza absoluta. Tanto, que con frecuencia el mismo Sachs se lamenta de no haber atendido las particularidades de la Bolivia de 1987 o la Rusia de 1991.

Una segunda lección tiene que ver con la forma combinada como cabe solucionar los problemas de pobreza absoluta, esto es, asistencia + oportunidades comerciales (*aid + trade*). Dicho de otra manera, el tema de sostenibilidad social y económica precisamente hace un llamado a no contentarse con los programas de tipo asistencial, que con frecuencia conducen inclusive a la corrupción y al populismo. Por todas estas razones, el Sachs maduro merece nuestra admiración, la cual sería todavía más fácil de ejercer si

tan sólo con unos años más de experiencia él pudiera sobreponerse a ese narciso, que si bien lo impulsa a pensar-ejecutar, en todo caso termina haciéndolo más difícil de digerir debido a ese reiterado Yo, yo y yo. 



Supervivencia de las firmas en la industria aseguradora colombiana (1991-2003)

Alejandro Vera Sandoval¹

1. Introducción

El sector de seguros en Colombia ha sido un sector poco explorado desde el punto de vista académico. Las firmas aseguradoras y Fasecolda, la Federación de Aseguradores Colombianos, elaboran informes periódicos de actividades y ésta es la fuente principal de información del sector, pero en la literatura económica existen pocas contribuciones. Las excepciones son, en primer lugar, un estudio elaborado por Salazar y Zuluaga (1998) sobre las perspectivas del sector asegurador entre 1997 y 2010, en el que los autores encuentran grandes posibilidades de crecimiento del sector seguros en el país, dado su pequeño tamaño si se compara con el de otros países. Y en segundo lugar, encontramos un estudio de Arbeláez y Zuluaga (2001) sobre el régimen de inversiones del sector, donde se concluye que la actual legislación colombiana genera portafolios altamente inflexibles, concentrados en inversiones de renta fija.

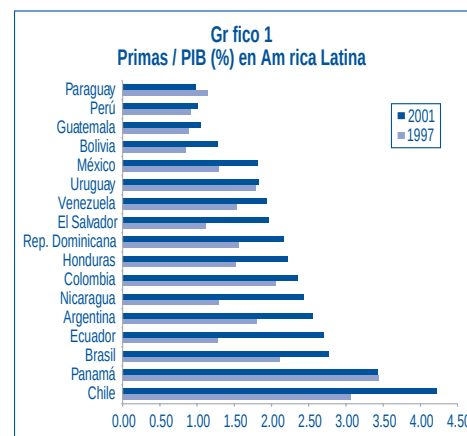
El objetivo general de este documento es hacer una revisión y una

descripción detallada de la estructura del sector asegurador en Colombia y de las implicaciones que ésta tiene para su desempeño, y en particular intentar responder a la pregunta sobre cuáles son los factores que determinan la supervivencia de unas firmas en el mercado y la desaparición de otras, basándose en la información al nivel de la firma para el período 1991-2003.

Debe tenerse en cuenta que pese a que ya hay información disponible para 2004 y gran parte de 2005, al momento de realizar este documento no lo estaba. Sin embargo, por tratarse de un estudio de estructura de mercado, la nueva información no debería alterar significativamente los resultados encontrados y éstos deberían seguir siendo válidos.

2. El mercado de seguros en Colombia entre 1991 y 2003: algunas cifras relevantes

El negocio de seguros en Colombia es relativamente pequeño cuan-



Fuente: cuestionario de datos económicos de FIDES.

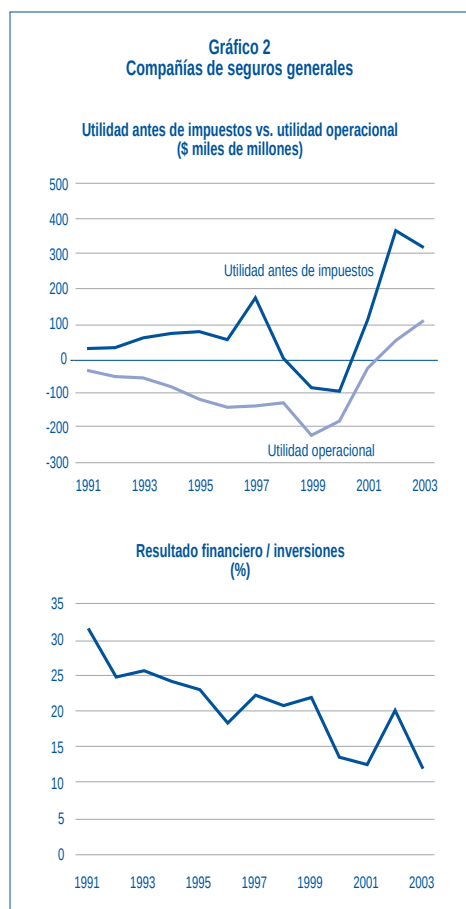
do se compara internacionalmente. En la región latinoamericana, el indicador de primas/PIB para 2001 muestra que Colombia se ubicaba

¹ Economista de Anif. Las opiniones aquí expresadas son exclusiva responsabilidad del autor y no comprometen la opinión de Anif. Resumen del documento presentado como requisito para aspirar al título de Magíster en Economía de la Universidad de los Andes. Agradezco los comentarios y sugerencias de Arturo Najera e Hilda Zornosa. Email: avera@anif.com.co

en el promedio de la región pero era superada por Chile, Argentina, Brasil, Panamá, Ecuador y Nicaragua (gráfico 1). El gráfico 1 también muestra que Chile era el país con la más alta penetración, con un indicador de primas/PIB de 4.2%, y que la mayoría de países se ubicaba entre 1% y 2%.

Específicamente, en Colombia la relación primas/PIB entre 1975 y 2001 apenas rozó el 2.5%, es decir, es bastante pequeña si se compara con países de la OCDE, cuyo sector asegurador representa entre el 80% y el 90% del PIB, pero es de tamaño medio si se compara con los países latinoamericanos. Así, el sector asegurador colombiano pasó de representar 1.1% del PIB en 1975 a representar 2.4% del PIB en 2001. Sin embargo, pese a lo moderado del tamaño del sector en el país, el crecimiento en los años noventa fue bastante significativo. En efecto, el tamaño del sector asegurador pasó de 1.6% del PIB en 1991 a 2.4% del PIB en 2001, creciendo en 0.8 puntos porcentuales, el doble del crecimiento que se presentó en los veinte años anteriores (1975-1991). Esto se explica, en parte, por los nuevos negocios que le proporcionó la expedición de la Ley 100 de 1993.

Pasando al desempeño del sector en los últimos años, uno de los indicadores más interesantes para analizar es el de siniestralidad cuenta compañía, medido como la relación entre siniestros incurridos y primas devengadas. Este indicador se ha situado entre 55% y 60%, entre 1997 y 2001, tanto para las compañías de seguros generales, como para las compañías de seguros de vida, los dos tipos de aseguradoras más importantes en el sector seguros del país. Esto indica que en Colombia los siniestros pagados representan casi el 60% de los riesgos que se aseguran. Los resultados son más



Fuente: Fasecolda y cálculos propios.

altos que los de Paraguay, donde Ocampos, Ortiz y Navarro (1998) encuentran que en la década del noventa el coeficiente de siniestralidad en Paraguay se ubicaba entre 39% y 42%. Sin embargo, son más bajos

que los de Estados Unidos que oscilan alrededor de 80%.

En Colombia, el resultado del negocio (utilidad operacional sobre activos) ha sido negativo en los últimos años, siendo las inversiones que hace el sector las que generan las utilidades finales, lo que daría gran relevancia a esta variable dentro del desempeño de las firmas de la industria (cuadro 1).

Así, en las compañías de seguros generales la utilidad operacional desde 1991 fue negativa y sólo empezó a ser positiva después de 2001. A partir de ese año, las compañías han realizado ajustes al negocio, lo que les ha permitido hacer más rentable su actividad propia. Este cambio en la tendencia de la utilidad operacional coincidió con dos sucesos. En primer lugar, el nuevo régimen de inversiones que trajo el Decreto 94 de 2000 tuvo efectos en el negocio de las inversiones. Esta nueva regulación imponía una menor exposición al riesgo de las inversiones, lo que se traducía en menor rentabilidad. Así, las compañías vieron cómo se reducía el rendimiento de sus inversiones y cómo era hora de hacer que el resultado del negocio fuera mejor para evitar problemas financieros (gráfico 2). En segundo

Cuadro 1. Estado de resultados del sector asegurador
(\$ miles de millones)

	Dic-01	Ene-Jun 2002	Ene-Jun 2003
Primas emitidas	4.512.89	2.448.50	2.772.70
Siniestros pagados	1.974.95	966.6	1.067.60
Patrimonio contable	1.394.26	1.490.4	1.902.3
Resultado técnico	-188.32	-16.3	-9.7
Producto de inversiones	505.91	361.7	439.7
Resultado neto	125.86	235.80	279.10

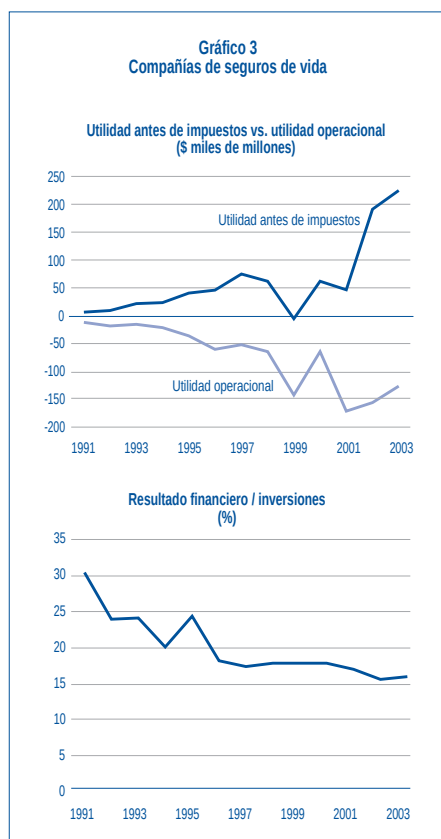
Fuente : Fasecolda.

lugar, ante el cambio en el régimen de inversiones, que las volvió menos rentables, las compañías aseguradoras ajustaron sus tarifas. Este fenómeno ocurrió en todo el mundo y fue consecuencia del ataque terrorista del 11 de septiembre de 2001 en Estados Unidos.

Por el lado de las compañías de seguros de vida, la utilidad operacional fue negativa en todo el período de estudio y no se observó un cambio de tendencia, a diferencia de la utilidad antes de impuestos, que fue positiva y con tendencia a crecer en todo el período de estudio. Esto significa que el buen resultado de esta rama depende exclusivamente de las inversiones que se hacen y no hubo una modificación de la tendencia en el período de tiempo estudiado (gráfico 3). Esto puede explicarse, en parte, debido a que las compañías de seguros de vida pueden hacer inversiones de más largo plazo, lo cual les permite (en teoría) mayores rendimientos por sus inversiones.

3. La estructura del mercado de seguros en Colombia

Para hacer el análisis de la estructura del sector de seguros, éste se dividió en tres mercados diferentes:



Fuente: Fasecolda y cálculos propios.

mercado de seguros generales, seguros de vida y reaseguros. Esto, teniendo en cuenta que en cada mercado participan agentes diferentes y que el riesgo que asegura cada grupo de compañías no es el mismo.

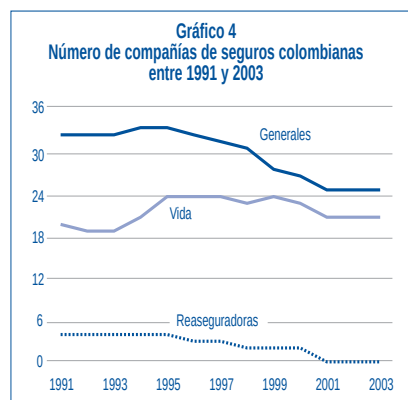
Entre 1991 y 2003, en el mercado asegurador colombiano se observa

una tendencia hacia la salida de firmas (gráfico 4). Se puede ver que en ese lapso de tiempo desaparecieron todas las reaseguradoras del mercado nacional. En cuanto a las compañías de seguros generales, el número de firmas pasó de 33 a 25, y el número de compañías de seguros de vida permaneció alrededor de veinte. Esta reducción en el número de firmas se explica porque si bien ha habido liquidación de algunas firmas, también se han dado fusiones entre ellas. Ejemplos claros de este fenómeno son la unión entre Seguros Bolívar y Seguros El Libertador, o Seguros Liberty y ABN AMRO Seguros en seguros generales; o Colseguros y La Nacional de Seguros en los seguros de vida. Entre 1991 y 2003, 41% de la reducción en el número de compañías de seguros generales se dio por fusiones y este porcentaje alcanzó 17% en las compañías de seguros de vida.

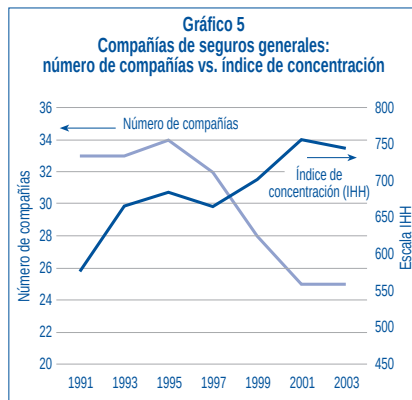
En el mercado de seguros generales ocurrió una salida neta de firmas del mercado, reduciéndose en número de 33 en 1991 a 25 en 2003. Durante este período, el resultado final fue la reducción del número de firmas en 8 en los trece años de estudio. Esto resulta, sin embargo, de la entrada de 9 firmas nuevas al mercado de seguros generales y la salida de 17 firmas; 18 compañías permanecieron.

Adicionalmente, la concentración de este mercado ha ido aumentando a lo largo del período de estudio. Para 2003, las cuatro firmas más grandes controlaban el 44% del mercado (cuadro 2). Este resultado sugiere que el mercado es más concentrado que el de Estados Unidos, donde las cuatro firmas más grandes controlan el 9.19%, pero menos concentrado que el de Túnez.

El gráfico 5 muestra una correlación estadística entre la salida de las compañías de seguros generales del



Fuente: Fasecolda y Superbancaria.

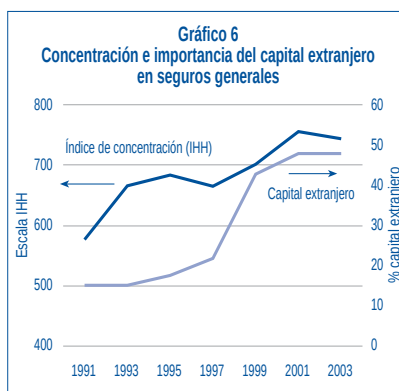


Fuente: Fasecolda y cálculos propios.

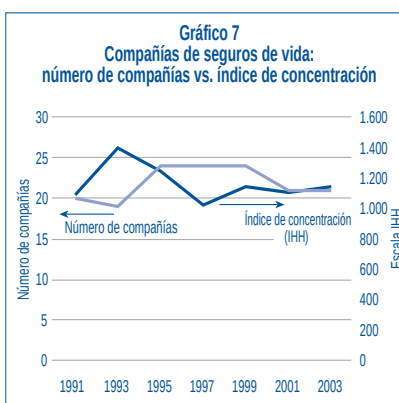
mercado y el aumento de la concentración en el mismo. Sin embargo, la concentración no aumenta de una forma acelerada. Esto sugiere que las firmas que están saliendo del mercado son las de menor tamaño.

Por otra parte, a medida que aumenta la concentración en el mercado, la participación extranjera también ha venido creciendo, alcanzando niveles del 48% del total de capital del sector (gráfico 6). Esto podría dar evidencia de que hay una relación de causalidad entre la llegada de capital extranjero y la concentración en el sector. Efectivamente, las compañías con capital extranjero han entrado al país comprando compañías que ya existían en el mercado y han aumentado su tamaño fusionándose con otras. Estas compañías con capital extranjero llegan al país aprovechando las economías de escala que ya poseen por participar en el negocio de seguros en otros países, y además se benefician de las restricciones de liquidez de las compañías nacionales.

En el mercado donde se desempeñan las compañías de seguros de vida hay una concentración mayor a la del mercado de las compañías de seguros generales, pero esa concentración permanece relativamente estable a lo largo del tiempo. Esto también sucede con el número de



Fuente: Fasecolda y cálculos propios.



Fuente: Fasecolda y cálculos propios.

compañías que empieza en 20 en 1991 y termina en 21 en 2003.

En este grupo de compañías, las ocho firmas más grandes han controlado el 80% del mercado. Esto indica que las ocho firmas más grandes con-

trolan casi por completo el mercado y las otras doce (en promedio) tienen una participación muy pequeña en el mismo. Esto último puede estar dando evidencia de segmentación de mercado. Es decir, habría un grupo de compañías pequeñas especializadas en pequeños nichos de mercado (sólo algunas ciudades) y otro grupo de compañías grandes que prestan el servicio a nivel nacional.

Sin embargo, la evolución en la concentración del mercado es diferente. Mientras que en el mercado de seguros generales hay una tendencia hacia mayor concentración con el paso de los años, en el mercado de seguros de vida no hay una tendencia específica y el índice de concentración se mantiene alrededor de un mismo punto (gráfico 7). Es decir que el mercado de seguros de vida ya era concentrado en 1991 y esto no ha cambiado en el tiempo.

En este mercado la participación extranjera también aumenta a lo largo del período de estudio, pero a diferencia del mercado de seguros generales, la concentración tiene el comportamiento heterogéneo descrito anteriormente y no se ve ninguna relación entre este fenómeno y la entrada de capital extranjero al mercado de seguros de vida. De acuerdo con esto, la llegada de capital extran-

Cuadro 2. Descripción del mercado de las compañías de seguros generales

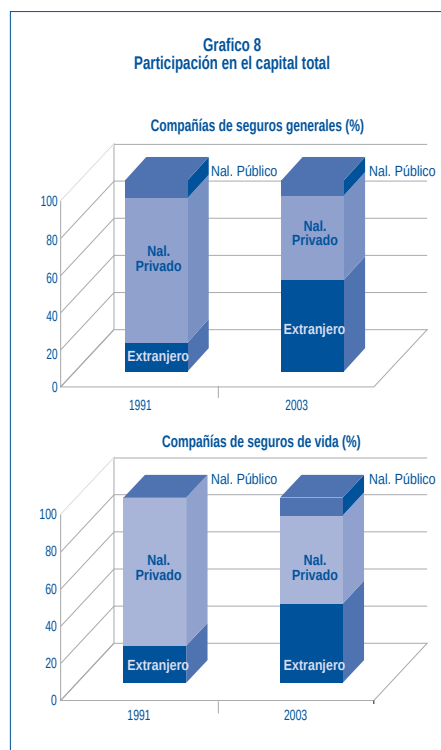
	1991	1993	1995	1997	1999	2001	2003
Número de compañías	33	33	34	32	28	25	25
IHH	577.2	666.4	684.8	665.7	702.3	756.8	744.9
CR8 (%)	57.51	62.60	62.46	60.30	62.95	68.96	69.24
CR4 (%)	36.79	43.91	44.37	42.04	42.96	45.43	44.45
Rentabilidad (%)	4.29	4.15	2.51	4.29	-3.25	2.42	5.26
Origen de capital:							
- Extranjero (%)	15.20	15.20	17.60	21.90	42.90	48.00	48.00
- Nacional privado (%)	75.60	75.60	73.50	68.80	50.00	44.00	44.00
- Nacional público (%)	9.10	9.10	8.80	9.40	7.10	8.00	8.00

Fuente: cálculos propios con base en información de Fasecolda.

jero al mercado de seguros de vida no tiene un efecto significativo en su estructura.

Finalmente, el mercado de reaseguros fue el más concentrado de todos mientras existió. En éste, que tuvo agentes en el país hasta 2000, las dos firmas más grandes siempre controlaron más del 80% del mercado y hubo además una tendencia hacia mayor concentración con el paso de los años (cuadro 3). Existen algunas hipótesis que podrían explicar la desaparición de este mercado en el país desde el año 2000. La principal es que los cambios en regulación de principios de los años noventa permitieron el ingreso de capital extranjero a este sector (Ley 9 de 1991 y Ley 45 de 1990). Con este cambio llegaron al país compañías aseguradoras que tenían la capacidad de aceptar el riesgo de reaseguro sin necesidad de ser reaseguradoras, quitándole a las reaseguradoras tradicionales el pequeño mercado que tenían. Adicionalmente, cabe destacar que gran parte de los reaseguros en el país siempre se ha tomado en el exterior, lo que va de la mano con la idea de que en Colombia haya habido siempre pocos agentes reaseguradores y que con la llegada del capital extranjero dichos agentes hubieran desaparecido.

Por otro lado, al analizar la importancia del capital extranjero en las compañías de seguros generales y las compañías de seguros de vida, se observa que se pasa de un sector de seguros que tenía una mayoría de



Fuente: Fasecolda y cálculos propios.

compañías con capital nacional privado en 1991, a un sector donde hay una repartición casi equitativa entre las compañías con capital nacional y las compañías con capital extranjero en 2003. Las compañías con capital nacional público tienen una participación similar en el total de compañías (9%) a lo largo del período de estudio en ambos mercados.

En efecto, en las compañías de seguros generales se pasa de tener una participación de 76% de capital nacional privado y 15% de capital

extranjero en 1991, a una participación de 44% de capital nacional privado y 48% de capital extranjero en 2003. En las compañías de seguros de vida se pasa de una participación de 80% de capital nacional privado y 20% de capital extranjero en 1991, a una participación de 48% de capital nacional privado y 43% de capital extranjero en 2003 (gráfico 8).

Adicionalmente, la participación del capital extranjero es mayor en las compañías de seguros generales que en las compañías de seguros de vida. Esta mayor participación obedece a que las compañías extranjeras conocen mucho más este negocio (seguros generales) que el del otro tipo de seguros (de vida). En efecto, las compañías extranjeras participan de manera importante en el mercado de seguros generales de otras economías emergentes y por ello tienen una ventaja adicional al entrar a este mercado de seguros generales en el país, comparado con el ingreso al otro mercado (seguros de vida). Dichas ventajas podrían ser de información, costos, entre otras.

Por otra parte, al hacer un análisis del comportamiento de los activos, discriminando entre compañías con capital extranjero y compañías con capital nacional, aparece una caída del valor de los activos del capital nacional en las compañías de seguros generales por valor aproximado de \$1.500 miles de millones entre 1997 y 1999. A partir de 1997, el valor de los activos de capital extranjero se incrementó significativamente, llegando a superar el valor de los activos de capital nacional en 2003. Esto sugiere que las compañías con capital internacional pasaron a cubrir el faltante dentro de los activos del sector que fueron dejando las compañías nacionales desde finales de la década del noventa. En las compañías de seguros de vida ocurrió algo similar pero en menores dimensiones (gráfico 9).

Cuadro 3. Estructura del mercado de compañías reaseguradoras

	1991	1993	1995	1997	2000
Número de compañías	4	4	4	3	2
IHH	4.182.0	6.068.9	6.189.1	5.486.8	10.000.0
CR2 (%)	83.80	91.28	91.97	89.53	100.00
Rentabilidad (%)	7.74	8.15	8.05	10.84	

Fuente: cálculos propios con base en información de Fasecolda.

4. Probabilidad de salida o permanencia de las aseguradoras de la industria

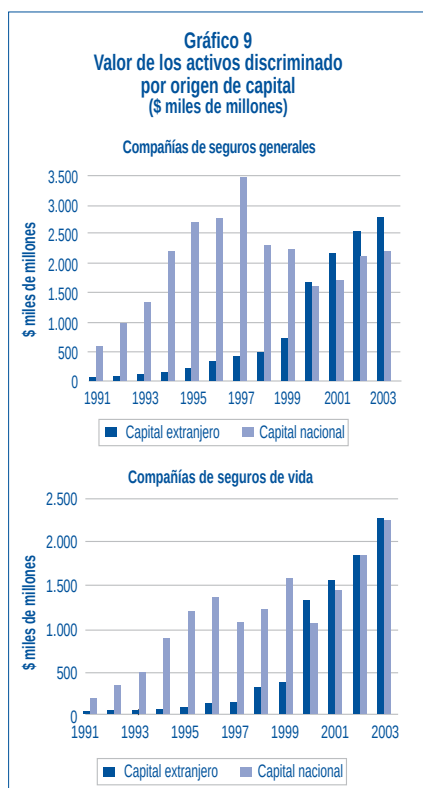
4.1. Revisión de estudios previos²

La mayoría de la literatura sobre probabilidad de salida utiliza información de la industria manufacturera de Estados Unidos y Canadá. Todos los autores encuentran, en general, que los atributos inherentes a cada mercado, la etapa de maduración del mismo, la edad de la firma y el tamaño son relevantes para explicar la probabilidad de supervivencia o salida de las firmas.

Schary (1991) concluye que la mejor predicción posible que se puede hacer es la predicción de bancarrotas con modelos bivariados. Por esta razón, también se procede a hacer una revisión de los estudios que desarrollan modelos para predecir bancarrotas. Éstos se basan principalmente en información contable de empresas de diversas industrias, y encuentran que las características especiales y particulares de cada industria son muy importantes para predecir la salida de firmas del mercado. También lo son variables de rentabilidad (utilidad antes de impuestos sobre activos, utilidad operacional sobre activos), medidas de apalancamiento (pasivos sobre activos) y medidas de desempeño. Schumway (2001) agrega a las medidas anteriores variables macroeconómicas y del mercado bursátil, pues afirma que esto genera resultados estadísticos más robustos.

4.2. Ejercicio empírico

En esta sección se presenta un ejercicio empírico que busca determinar cuáles son las variables que explican la probabilidad de salida de las firmas aseguradoras del mercado en Colombia. Se propone ex-



Fuente: Fasecolda y cálculos propios.

plicar esta probabilidad a partir de variables que recogen las características de las firmas y de medidas de desempeño de la economía colombiana:

$$Y = \beta_0 + \beta_1(X) + \beta_2(W) + \varepsilon$$

Donde:

Y: es una variable dicotómica que es 1 en t, si la firma no está en el mercado en el período t+1, o 0 en t, si la firma aún está en el mercado.

Las variables independientes son:

X: es un vector que recoge características de la firma que contiene las siguientes variables:

X1: tamaño de la firma, medido como el logaritmo de la relación activos totales/PIB del sector financiero. El signo esperado de esta variable es negativo, pues es de suponer que firmas de mayor tamaño deberían te-

ner menor probabilidad de salir del mercado.

X2: rentabilidad de los activos, medida por la relación de utilidad antes de impuestos sobre activos. El signo esperado es negativo pues es de esperar que las firmas con mayor rentabilidad de sus activos permanezcan en el mercado.

X3: es una variable *dummy* igual a 1 si la firma tiene capital extranjero, e igual a 0 en caso contrario. Se espera que las firmas con capital extranjero tengan un mayor respaldo y por ende su probabilidad de salida del mercado debería ser menor.

X4: índice de siniestralidad cuenta compañía: siniestros incurridos/primas devengadas. Se espera un signo positivo para esta variable, ya que una firma que incurre en más siniestros de los que asegura debería tener mayor probabilidad de salir de esta industria.

X5: gastos generales/primas retenidas. Se espera que una firma aseguradora que no cubra sus gastos con su actividad productiva (representada en las primas retenidas) tenga mayor probabilidad de salir del mercado, por lo que se contempla un signo positivo.

W: es un vector con indicadores que reflejan el comportamiento de la economía, con las siguientes variables: 1) W1, logaritmo del ingreso real per cápita anual colombiano. 2) W2, tasa de desempleo anual.

e: es el término de error de la regresión.

² Para una descripción más detallada de la revisión de la bibliografía relevante, remitirse al documento original del que se desprende este resumen.

4.3. Resultados

Para la estimación del modelo se utilizó la técnica de panel *probit*, para las 42 compañías de seguros generales³ que hay en el país a lo largo de los trece años de la muestra (1991-2003).⁴ En el cuadro 4 se presentan los coeficientes obtenidos en la estimación calculada. Los errores estándar de dichos coeficientes se encuentran entre paréntesis.

Se observa que las variables tamaño de la firma y la *dummy* que indica si una firma tiene capital extranjero son estadísticamente significativas al 5%. Otras variables que resultan explicativas son la utilidad antes de impuestos sobre activos y la tasa de desempleo.⁵

Adicionalmente, la rentabilidad de la firma, el tamaño y la *dummy* de capital extranjero tienen signo negativo que es el signo esperado. Específicamente, se observa que un aumento del 1% en la razón utilidad antes de impuestos sobre activos genera un decrecimiento de 0.196% en la probabilidad para la firma de salir del mercado. Por el lado del tamaño de la firma, un incremento de 1% en este tamaño disminuye en 0.04% la probabilidad de la firma de salir del mercado asegurador. Por último, un aumento de 1% en la participación del capital extranjero en la firma disminuye en 0.05% la probabilidad de la firma de salir del mercado.

Por otra parte, la variable tasa de desempleo tiene signo positivo como se esperaba. Esto significaría que la desaceleración de la economía capturada a través de la tasa de desempleo afecta de manera nega-

Cuadro 4. Probabilidad de salida de las compañías de seguros generales del mercado (Estimación Panel Probit - período: 1991-2003)

Variable dependiente: variable dicotómica
(1 en t, si la firma no está en el mercado en el período t+1,
o 0 en t, si la firma aún está en el mercado)

Variables explicativas:	Coefficientes	Efecto marginal
X1 (tamaño)	-0.8734 ** (0.39461)	-0.04 **
X2 (ut. antes de impuestos)	-4.2627 *** (1.4050)	-0.196 ***
X3 (capital extranjero)	-1.00725 ** (0.44047)	-0.049 **
X4 (siniestralidad cta. compañía)	0.511787 (0.63163)	0.0234
X5 (gastos generales sobre primas)	-0.45702 (0.40012)	-0.021
W1 (PIB per cápita)	8.8745 (7.9933)	0.407
W2 (tasa de desempleo)	6.0488 * (4.8283)	0.277 *
Constante	-5.93864 (0.497416)	-----
Log likelihood	-54.9015	
Test de Wald	21.78 [0.0028]	
P-Seudo R Cuadrado	0.39	
No compañías	42	
Observaciones	546	
*** Significativa al 1%		
**Significativa al 5%		
* Significativa al 10%		

tiva al sector. La tasa de desempleo como variable, con comportamiento inverso al crecimiento de la economía, llevaría a pensar que las firmas aseguradoras toman la decisión de salir del mercado no sólo pensando en sus variables específicas, sino también tomando en consideración el estado de la economía en la que operan.

Las otras variables como el índice de siniestralidad cuenta compañía, la relación entre gastos generales y primas, y el ingreso per cápita no resultaron estadísticamente significativas en el ejercicio.

Finalmente, se hizo una nueva estimación cambiando la medida de

rentabilidad del sector y utilizando como *proxy* la utilidad operacional sobre activos. Los resultados de esta estimación muestran que la variable de rentabilidad pierde su significancia estadística. Esto, frente al hecho de que la rentabilidad antes de impuestos sí resulta estadísticamente significativa, es consistente con lo mencionado al inicio de este documento. En efecto, lo que estaría detrás de este fenómeno es que, especialmente para las firmas de seguros generales, el negocio de seguros como tal no sería superavitario, y es el comportamiento de las inversiones lo que lo hace rentable como un todo. Esto indicaría que la habilidad que tengan las firmas al momento de administrar su portafolio de inversiones pasa a ser un factor relevante en el desempeño de las compañías de seguros.

5. Conclusiones

Entre 1991 y 2003, el mercado de seguros de vida se caracterizó por

³ La estimación se hace solamente para las compañías de seguros generales porque son las firmas que presentan una mayor dinámica de entrada y salida del mercado.

⁴ Adicionalmente, se hizo la estimación con la técnica panel *logit* y los resultados hallados fueron similares.

⁵ Al hacer una distinción entre los tipos de salida del mercado de las firmas y hacer el ejercicio empírico sólo para las compañías de seguros generales que fueron liquidadas en el período de estudio, se obtienen resultados similares.

una concentración medianamente alta a pesar de que las cuatro firmas más grandes están controlando más del 55% del mercado. El mercado de seguros generales exhibe menor concentración en la medida en que las cuatro firmas más grandes controlan el 44% del mercado. Este mercado de las compañías de seguros generales es el más dinámico en cuanto a entrada y salida de firmas. En el período de estudio entraron 9 firmas nuevas y salieron 17, quedando sólo 25 en 2003.

En cuanto a la procedencia del capital, en las compañías de seguros generales y las compañías de seguros de vida ha ocurrido algo muy similar. En 1991, la mayor participación del capital en estos dos tipos

de firmas aseguradoras era nacional, pero en 2003 la participación del capital nacional y extranjero fue muy similar. Incluso, en las compañías de seguros generales el capital extranjero controla más del 50% de los activos del sector.

Se realizó un ejercicio empírico para determinar los factores más relevantes que explican la probabilidad de salida de las firmas del sector de seguros generales en Colombia. Se encontraron cuatro factores importantes: la rentabilidad de las firmas aseguradoras (medida como la utilidad antes de impuestos sobre activos), el tamaño de la firma, el indicador de origen del capital de la firma y la tasa de desempleo del país. Adicionalmente, al modificar

la medida de rentabilidad por la utilidad operacional sobre activos, la significancia estadística de esta variable se pierde. La rentabilidad de las inversiones, que es la diferencia que hay entre la utilidad operacional y la utilidad antes de impuestos, se vuelve entonces un indicador relevante para determinar el comportamiento de una firma aseguradora en el mercado.

Los resultados encontrados muestran que hay una tendencia en la industria a la reducción del número de firmas y a la consolidación de grandes compañías. Esto podría estar indicando la existencia de economías de escala en el sector, lo cual sin embargo necesita de pruebas más específicas para comprobarse. 

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Altman, E. (1968), "Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy", *Journal of Finance*.
- Arbeláez, M. y Zuluaga, S. (2001), "Las aseguradoras y el régimen de inversión", *Cuadernos de Fedesarrollo*, No. 7, septiembre.
- Baldwin, J. y Gorecki, P. (1991), "Firm entry and exit in the Canadian Manufacturing sector, 1970-1982", *The Canadian Journal of Economics*.
- Beaver, W. (1966), "Financial ratios as predictors of failure", *Journal of Accounting Research*.
- Dunne, T.; Roberts, M. y Samuelson, L. (1989), "The growth and failure of U.S. manufacturing plants", *The Quarterly Journal of Economics*.
- Grace, M. y Barth, M. (1993), "The regulation and structure of nonlife Insurance in the United States", *The World Bank Working paper*, Washington D.C.
- Martínez, O. (2003), "Determinantes de fragilidad en la empresas colombianas", *Borradores de Economía*, Banco de la República, Bogotá D.C.
- Ocampos, L.; Ortiz, E. y Navarro B. (1998), "Paraguay: mercado de seguros y el desarrollo de un mercado de capitales a largo plazo", Banco Interamericano de Desarrollo, *Documento de trabajo* R-337, Washington D.C.
- Ohlson, J. (1980), "Financial Ratios and the probabilistic prediction of Bankruptcy", *Journal of Accounting Research*.
- Restrepo, J.; Arango, M. y Casas, L. (2002), "Estructura y conducta de la oferta del seguro de salud en Colombia", *Lecturas de economía*, Universidad de Antioquia.
- Salazar, N. y Zuluaga, S. (1998), "Perspectivas de la industria aseguradora: 1997-2010", *Cuadernos de Fedesarrollo* No.3, Tercer Mundo editores, Bogotá.
- Schary, M. (1991), "The probability of Exit", *The RAND Journal of Economics*.
- Schmalensee, R. (1989), "Inter-Industry studies of structure and performance", *Handbook of Industrial Organization*, vol. 2, capítulo 16, Elsevier Publishers B.V.
- Shumway, T. (2001), "Forecasting Bankruptcy more Accurately: A simple Hazard model", *The Journal of Business*.
- Vittas, D. (1995), "Tunisia's Insurance sector", *Policy research Working paper 1451*, The World Bank, Financial Sector development Department, Washington D.C.