



COYUNTURA ECONOMICA

SEPTIEMBRE DE 1998

DIRECTOR EJECUTIVO

Juan José Echavarría S.

SECRETARIA GENERAL

María Mercedes Carrasquilla B.

INVESTIGADORES

Olga Lucía Acosta N.
María Angélica Arbeláez R.
Ana Beatriz Barona C.
Maurizio Bussolo S.
Ricardo Correa Ll.
Catalina Gutiérrez S.
Stefanie Kirchhoff
Carolina Rentería R.
Natalia Salazar F.
Carolina Soto L.
Denisse Yanovich W.
Sandra Zuluaga M.

INVESTIGADORES ASOCIADOS

Ulpiano Ayala O.
Israel Fainboim Y.
Juan Carlos Jaramillo F.
Humberto Mora A.
Mauricio Reina E.
Donald Robbins
Roberto Steiner S.

ENCUESTA DE OPINION EMPRESARIAL

Jesús Alberto Cantillo V.
Over Libardo Garzón C.

ASISTENTES DE INVESTIGACION

Luis Armando Galvis A.
Adriana González R.
Carlos Jorge Rodríguez R.
Sonia María Sánchez R.
Blanca Cecilia Zuluaga D.

DIRECTORA BIBLIOTECA

Lucía Fenney Pérez M.

CONSEJO DIRECTIVO

Juan Sebastián Betancur Escobar	Carlos Caballero Argáez
Rodrigo Botero Montoya	Gerardo Carvajal Leib
Jorge Cárdenas Gutiérrez	Doris Eder de Zambrano
José Alejandro Cortés Osorio	Alejandro Figueroa Jaramillo
Carlos Antonio Espinosa Soto	Rodrigo Gutiérrez Duque
José Fernando Isaza Delgado	Cecilia López Montaña
Alvaro Hernán Mejía Pabón	José Vicente Mogollón Vélez
José Antonio Ocampo Gaviria	Guillermo Perry Rubio
Oliverio Phillips Michelsen	Javier Ramírez Soto
Juan Gonzalo Restrepo Londoño	Maristella Sanín Posada
Rodolfo Segovia Salas	María del Rosario Síntes Ulloa
Andrés Uribe Crane	Ricardo Villaveces Pardo

Tarifa Postal Reducida

Resolución No. 0930 de diciembre 11 de 1996 - Permiso No. 468

CE

Coyuntura Económica

VOL. XXVIII No. 3 SEPTIEMBRE DE 1998

EDITORAS COYUNTURA ECONOMICA

Sandra Zuluaga M.

María Angélica Arbeláez R.

Coyuntura Económica ISSN 0120-3576 Licencia del Ministerio de Gobierno No. 00374 es una publicación de la
Fundación para la Educación Superior y el Desarrollo, FEDESARROLLO.

COYUNTURA ECONOMICA

ISSN 0120-3576

Licencia del Ministerio de Gobierno No. 00374

FEDESARROLLO

Calle 78 No. 9 - 91

Tels. 312 53 00 - 530 37 17

A.A.: 75074

E-mail: administrator@fedesarrollo.org.co

<http://www.fedesarrollo.org.co>

Bogotá, D.E., Colombia

ARTES

Myriam Consuelo Lozano G.

Fedesarrollo

IMPRESION

Quebecor Impreandes

Calle 15 No. 39A-34

Santafé de Bogotá, D. C.

Esta revista está impresa en papel
propalcote brillante de 90 gramos
manufacturado con fibra
de caña de azúcar

Contenido

EDITORIAL	5
------------------	---

INDICADORES DE COYUNTURA

I. Actividad productiva	11
II. Indicadores laborales	30
III. Indicadores del sector externo	32
IV. Indicadores de la situación fiscal	45
V. Situación monetaria y financiera	48
VI. Indicadores de precios	54

ANALISIS COYUNTURAL

La coyuntura fiscal	59
Tasa de cambio	69

INFORMES DE INVESTIGACION

Flujos comerciales en los países andinos: ¿liberalización o preferencias regionales? <i>Juan José Echavarría S.</i>	87
Relaciones de comercio e inversión entre Estados Unidos y Colombia <i>Patricia Correa B.</i>	119
El costo del capital en las empresas colombianas <i>Santiago Herrera A.</i> <i>Humberto Mora A.</i>	153
La "Gran Depresión Asiática" y sus efectos sobre las economías latinoamericanas, con énfasis en Colombia <i>Israel Fainboim Y.</i> <i>Julio César Alonso C.</i>	195

Si los ejecutivos tuviesen
que votar por un carro,
Mazda sería el próximo
Presidente de Colombia.

Investigación
realizada
por Yankelovich
para la revista
Semana sobre
la formación,
hábitos
y preferencias
de los hombres
que rigen
los destinos
económicos
del país, publicada
en la edición 813.
La gran mayoría
prefiere los carros
Mazda.



120 DICIEMBRE 1, 1997 Semana



mazda

El candidato electo de los colombianos.

Editorial

Durante décadas el país creció a tasas anuales promedio ligeramente inferiores a 5% y el nivel de vida de la población se duplicó cada 25 o 30 años. La economía pudo haber crecido mucho más (Asia lo duplicó cada 10 años) pero los logros fueron de todas formas significativos y permitieron mejoras sustanciales en la salud y educación de los colombianos. Además, fueron pocos los años en que se creció a tasas sustancialmente menores al promedio, lo que resultó en uno de los patrones de crecimiento más estables del hemisferio.

Es en ese contexto que debe considerarse el desastroso comportamiento de la economía colombiana durante los últimos años, con un crecimiento anual de 2.1% en 1996, de 3.1% en 1997, y de 2.3% en 1998. Fedesarrollo estima que el crecimiento de 1999 será cercano a 1%, y algunos analistas prevén cifras aún menores. El nivel de vida de la población no crecerá entre 1995 y 1999.

Hay quienes afirman que el menor crecimiento económico es el costo que se pagó por reducir la inflación

desde niveles cercanos a 32% en 1991 a menos de 15% hoy, una tesis discutible que requiere mayor investigación; la inflación básica (sin alimentos) podría ser incluso de 1 dígito el próximo año. Lo que sí podemos afirmar, sin lugar a dudas, es que no fue el contexto internacional el responsable de lo sucedido. América Latina creció más en 1996-98 que en 1991-95 (y mucho más que durante los años 80), un patrón que se presentó en la mayoría de países de la región. La actual crisis internacional es demasiado reciente.

La causa fundamental reside en el desgobierno que caracterizó el anterior "cuatrienio perdido", y a un modelo de crecimiento que privilegiaba "lo social" frente a la eficiencia productiva y las oportunidades de inversión. Paradójicamente, el resultado fue también nefasto en el área social, debido a los efectos del desempleo rampante que hoy padecemos.



El presente gobierno fue elegido con el claro mandato de, entre otras cosas, luchar contra la corrup-

ción, mejorar las relaciones internacionales del país, y adelantar las reformas económicas necesarias para que la economía regrese a su sendero de crecimiento de largo plazo. El nuevo Ministro de Hacienda ha sido claro sobre el tipo de medidas requeridas: se necesita corregir los agudos desequilibrios interno y externo, y adelantar un conjunto amplio de reformas estructurales.

Desafortunadamente, los ajustes necesarios serán aún mayores a los previstos por el gobierno, por lo que se requieren reformas todavía más radicales que las propuestas hasta el momento. No hay campo para el "gradualismo" en la dramática situación actual, y la evidencia disponible indica que "las reformas pagan"; los países de América Latina que introdujeron reformas profundas en el área comercial, laboral o impositiva, entre otras, crecieron mucho más que los demás. El margen de maniobra del gobierno disminuye con el tiempo, y son pocos los meses que quedan para sacar adelante las reformas que requiere el país.

El déficit de la cuenta corriente es hoy el mayor del hemisferio, y equivale al 6% del PIB; y el déficit fiscal es el segundo después de Brasil. Adicionalmente, diferentes trabajos indican que las reformas estructurales de las Administraciones Barco y Gaviria fueron tímidas frente a las que adelantaron otros países del área y, lo que es peor, quedaron trunca pues no se profundizaron durante los últimos cuatro años. Estamos en el peor de los mundos, y es necesario continuar con el trabajo iniciado hace una década.

El gobierno presentó al Congreso un paquete de reformas encaminadas a reducir en 1,5 puntos del PIB el déficit fiscal, y la Junta del Banco de la República desplazó hacia arriba nueve puntos la banda cambiaria con el fin de contribuir a la mejoría del frente externo. El gobierno también presentó al Congreso un conjunto de "reformas complemen-

tarias". Aceptando nuevamente que la dirección y la filosofía de las propuestas es correcta, quisiéramos enfatizar algunos puntos que no pueden pasar desapercibidos en la discusión reciente.

En primer lugar, la propuesta del gobierno no recorta el alto gasto público, uno de los principales males que hoy afecta la economía colombiana, al retardar el crecimiento y revaluar la tasa de cambio real. El gasto total se expandió 6,2 puntos del PIB entre 1991 y 1998 y, lo que es más preocupante, buena parte de la expansión se dio en "gastos improductivos"; el gasto de funcionamiento en justicia, seguridad y educación explica una baja proporción (2 puntos del PIB) del crecimiento del gasto total.

En segundo lugar, el déficit fiscal podría no caer en la magnitud estimada por el gobierno, pues las proyecciones del crecimiento de la economía (también los recaudos impositivos) parecen ser excesivamente optimistas. Las tasas podrían ser de 0%-1%, y no del 2.5% que utilizó el gobierno para sus cálculos. El mayor déficit fiscal debe ser de todas formas financiado (no importa que se produzca parcialmente como resultado del ciclo) con la consecuente presión al alza para las tasas de interés.

En tercer lugar, el ajuste fiscal propuesto indica que la inversión pública será nula en 1999, con el consecuente costo en materia de crecimiento económico de largo plazo. Ello puede suceder en 1999, pero el recorte es insostenible en el mediano y largo plazo, pues implicaría terminar con la inversión estatal. La contradicción solo se resuelve con la reducción sustancial del consumo público, y con reformas "estructurales" que permitan la sustitución del estado por el sector privado. Así, por ejemplo, en el área de la educación universitaria se requiere contar con fuentes de financiación diferentes al presupuesto nacional, entre ellas, un sistema ágil de crédito de mediano y largo plazo.

Finalmente, son preocupantes los recientes "bandazos" en materia fiscal. Los cambios en el IVA constituían el eje central de la reforma originalmente propuesta por el gobierno, pero la filosofía cambió radicalmente tras la discusión con algunos influyentes parlamentarios; la semana pasada se sustituyó el IVA (y los bonos de paz) por el impuesto al patrimonio y a la renta como mecanismos para recolectar impuestos, y hoy se habla de nuevos cambios.

No solo preocupan los "bandazos", sino también el cambio de filosofía. En una economía totalmente postrada, donde las tasas de desempleo son las mayores en décadas y donde las expectativas de inversión son precarias, mal haría el gobierno en crear nuevos impuestos a los empresarios. Además, el déficit externo se debe al exceso de gasto (no a la apertura) y éste depende del consumo privado y público más que de la inversión. Antes de ser nombrado, el actual Ministro de Hacienda puntualizó correctamente, en varias intervenciones en Fedesarrollo, la filosofía básica que debe caracterizar una estructura fiscal sana: la equidad se obtiene vía gastos, y los impuestos deben causar el mínimo desincentivo posible a la inversión, la eficiencia y la producción. Los impuestos indirectos, como el IVA, tienen que ser la fuente central de los nuevos ingresos tributarios.

El tema regional siempre fue considerado como un área fundamental de reforma, dada la precaria situación actual de ingresos y gastos en los gobiernos regionales y locales, y las "ataduras" que crea la Constitución de 1991. Sin embargo, la discusión de lo regional se ha desdibujado completamente. Además, lo sucedido con la sobretasa a la gasolina ejemplifica algunos de los males potenciales que puede generar el vacío de liderazgo. La Constitución de 1991 faculta a las regiones para crearla, pero éstas no desean asumir el costo político de hacerlo, y es hoy el gobierno central el que tiene que aprobar, para todo el país, un rango determinado.

Finalmente, debe quedar enteramente claro que la reforma fiscal no es responsabilidad única del gobierno, y que el Congreso y el sector privado deben contribuir para que salga adelante. El Congreso debe asignar prioridad máxima al tema, y aprobar las reformas propuestas luego de una discusión que tome en cuenta algunos de los parámetros acá señalados. El sector privado debe participar activamente en la discusión, y evitar que la lista de excepciones se amplíe cuando se mencionen las condiciones "especiales" por las que atraviesa cada sector productivo.



La economía ha crecido muy lentamente durante los últimos años debido a la enorme incertidumbre política y económica que se vivió durante el gobierno anterior, pero también debido a tasas de interés reales frecuentemente superiores al 15%. No existe actividad "lícita" rentable que florezca en dichas circunstancias.

No obstante, todo parece indicar que las tasas de interés domésticas han estado determinadas más y más por las expectativas de devaluación (la tasa de interés internacional es relativamente constante) y ello ha dificultado enormemente la política macroeconómica. Los nuevos recursos que las autoridades inyectan a la economía (con el propósito de bajar las tasas de interés) son sistemáticamente utilizados por los agentes económicos para comprar divisas, y ello ha causado una pérdida de reservas superior a US\$1.700 millones desde junio del año pasado.

El gobierno consideró importante disminuir el atraso cambiario (que diferentes estudios estiman entre 5 y 20 puntos) y reducir las expectativas de devaluación, por lo que el 2 de septiembre desplazó la banda nueve puntos hacia arriba. En perspectiva podemos concluir que la medida fue excesivamente

arriesgada ante el enorme nerviosismo y propensión al pánico que hoy caracteriza los mercados financieros mundiales. Además, el efecto esperado no se dio, pues las tasas domésticas de interés promedio (determinadas fundamentalmente por las expectativas de devaluación) se incrementaron después de la medida; se observaron tasas de interés nominales superiores a 60% durante las primeras semanas de septiembre y octubre.

Algunos analistas consideraron que nueve puntos eran insuficientes, y que una devaluación mayor habría calmado el mercado. Ello no es cierto, y la información preliminar disponible indica que las autoridades tienen que sostener la banda cambiaria a toda costa en las actuales circunstancias, pues lo contrario solo produciría mayores ataques especulativos.

Las circunstancias más recientes son propicias, pues los mercados internacionales de capital se han "calmado" en los últimos días, el Presidente obtuvo nuevos recursos durante su última visita a Washington, y el programa de privatizaciones del gobierno brindará un monto importante de divisas en 1999.

No obstante, consideramos que este no es el fin de la discusión en materia cambiaria, un tema sobre el que recurrentemente estaremos debatiendo en el futuro. Es previsible que el flujo internacional de capitales hacia los países menos desarrollados se estanque en los próximos 2 o 3 años y que ello determine una devaluación real sustancial de la tasa de cambio. ¿Será conveniente abandonar el sistema de bandas a finales de 1999, una vez que las reformas hayan tenido lugar?

Indicadores de Coyuntura

EL CAFÉ ES BUENO PARA TODOS

<http://www.cafedecolombia.com>



“El café es 100% natural y nos da la energía necesaria para realizar con éxito todos nuestros proyectos, que son los proyectos de Colombia.”

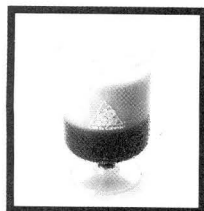
TORO

EL CAFÉ



**Despierta
tu energía**

Pasos Para Preparar En Casa Un Café Frío



- 1 Endulzar al gusto de 2 a 3 tazas de café, preferiblemente oscuro
- 2 Enfriar el café
- 3 Agregar en la licuadora el café y tres cubitos de hielo
- 4 Licuar por 20 segundos
- 5 Servir y degustar inmediatamente



Centros de Preparación de Café
E - MAIL: cpctazor@colomsat.net.co
Bogotá: Tels: 346 1809 / 249 3612

I. Indicadores de la actividad productiva

CRECIMIENTO DEL PIB

- ❖ En 1997 la economía creció 3,06% como resultado del bajo desempeño que tuvo lugar durante el primer semestre en el cual el PIB creció tan sólo 1,1%. Sin embargo, esta situación fue compensada por la reactivación gradual que se dio en el segundo semestre, cuando el producto creció a una tasa de 5,2%, comportamiento que evitó una caída mayor en la actividad económica al final del año.
- ❖ Durante el primer trimestre del presente año, el crecimiento de la economía colombiana se ubicó en 5,69% frente al primer trimestre de 1997 y en 0,50% respecto del trimestre anterior. Sin embargo, esta variación es moderada si se le compara con los aumentos registrados en el tercer y cuarto trimestres del año pasado de 1,05% y 1,0%, respectivamente.
- ❖ Los resultados oficiales del Dane revelan que en el primer trimestre del año, sobresalió el incre-

Cuadro 1. CRECIMIENTO DEL PIB TOTAL POR SECTORES
(Crecimiento anual)

	1997 Dane	I trimestre 1998	Proyección 1998	
			Oficial	Fedesarrollo
Sector agrícola	-0,7	0,5	2,1	0,8
Café pergamino	-	-	5,6	1,5
Resto de la agricultura	-	0,1	1,8	0,7
Minería	4,4	8,7	18,1	16,0
Petróleo	-	-	-	19,0
Gas natural	-	-	-	1,7
Carbón	-	-	-	16,8
Resto de la minería	-	-	-	3,4
Industria	2,6	12,4	4,0	2,1
Café elaborado	-	-	6,8	2,4
Industria sin trilla	-	-	3,7	2,0
Construcción	-0,1	3,7	-4,2	-2,0
Servicios	-	-	3,2	2,8
Comercio, restaurantes y hoteles	3,1	5,9	3,8	1,5
Transporte y almacenamiento	5,5	6,9	6,5	3,4
Resto de servicios modernos	3,5	0,4	1,9	3,1
Servicios personales	3,2	-	6,0	4,6
Servicios domésticos	2,4	2,3	2,8	3,4
Alquiler de vivienda	2,9	2,5	2,9	2,6
Servicios del gobierno	4,6	1,2	0,4	1,0
PIB total	3,1	5,7	3,3	2,3

Fuente: Dane, Departamento Nacional de Planeación y Fedesarrollo.

mento de 12,36% de la actividad industrial frente al período enero-marzo de 1997, situación que le permitió conservar la tendencia que traía desde mediados del año anterior. El desempeño menos favorable se presentó en la agricultura con un aumento de sólo 0,5%, el cual resultó de la pérdida de dinamismo de la producción agrícola, exceptuando la producción de café, determinada en buena medida por el efecto climático del fenómeno del Pacífico que golpeó diferentes zonas del país en dicho período.

- ❖ Por otra parte, el sector minero aumentó 8,7% frente al primer trimestre de 1997 y sólo 0,26% con respecto al trimestre anterior. Este comportamiento se explica por la disminución en el ritmo de crecimiento del petróleo, el gas natural y de otros minerales que pasaron de un crecimiento de 12,19% durante el cuarto trimestre del año anterior a 0,85% en el primer trimestre de este año.
- ❖ Los sectores que más contribuyeron al crecimiento del trimestre fueron la industria manufacturera, silvicultura, caza y pesca y establecimientos financieros, seguros, inmuebles y servicios a las empresas con 0,26, 0,13 y 0,13 puntos porcentuales, respectivamente. En contraste, los sectores de servicios sociales, comunales y personales contribuyeron negativamente al crecimiento de la economía.
- ❖ A pesar del importante crecimiento de la producción de petróleo en lo que va corrido del año, el resto de los sectores de la economía no han respondido a las expectativas de una reactivación sólida, situación que se refleja en las encuestas de opinión de esta institución y en la posición de algunos gremios de la producción. Es por este motivo que Fedesarrollo modificó su proyección de crecimiento económico para el presente año de 3,2%, estimado inicialmente, a 2,3%. Igualmente,

se ha proyectado que el producto correspondiente al sector privado no petrolero crecerá 2,0%.

- ❖ Fedesarrollo considera que el sector más relevante para el crecimiento de la economía en el presente año será la minería con un aumento del 16%, debido al incremento en la producción de petróleo y de carbón. En el primer caso, a pesar de los problemas técnicos que impidieron que los pozos de Cupiagua entraran en funcionamiento a comienzos del año y de la ola de atentados contra los oleoductos especialmente los de Caño Limón-Coveñas, se espera que la producción crezca a un ritmo de 19%. En el caso del carbón, se estima una mayor actividad de las minas de la zona norte y central, lo que permitirá un incremento en la producción total de 25,6 a 31,2 millones de toneladas durante el año.
- ❖ Se prevé además que la industria manufacturera crecerá 2,1% y la agricultura sólo un 0,8% frente a 1997. Este último, como consecuencia de los rezagos del fenómeno climatológico del Pacífico en diversas zonas agrícolas.
- ❖ Otro sector de buen crecimiento durante 1998 será el de servicios, cuyo incremento se estima en 2,8%. Al interior de esta actividad, los servicios más dinámicos se concentrarán en los personales, alquiler de vivienda y el transporte, con aumentos de 4,6%, 3,4% y 3,4%, respectivamente. Es importante aclarar que dentro del sector de servicios financieros, se encuentra incluido el subsector de comunicaciones, cuyo dinamismo compensará el deterioro en la actividad de las entidades financieras que se han visto muy afectadas por los problemas de liquidez monetaria a lo largo del año.
- ❖ En lo que respecta al comportamiento de la demanda, el primer trimestre de 1998 se caracterizó

**Cuadro 2. CRECIMIENTO DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO POR TIPO DE GASTO
(Crecimiento anual)**

	1997 Dane	I trimestre 1998	Proyección 1998	
			Oficial	Fedesarrollo
PIB	3,1	5,7	3,3	2,3
Consumo total	4,1	3,1	1,7	1,2
Consumo privado	4,0	3,6	2,3	1,2
Consumo público	4,7	1,2	-1,1	1,0
Inversión total	3,5	26,2	-4,7	-4,1
Formación bruta de capital fijo	3,8	16,4	-9,2	-4,8
Inversión privada	2,4	-	-5,7	-4,5
Inversión pública	5,0	-	-12,0	-5,0
Variación de existencias	3,0	-	3,3	0,2
Demanda interna	3,9	7,8	0,0	-0,2
Exportaciones	8,1	10,9	11,1	8,7
Importaciones	9,6	19,7	-1,4	-4,2

Fuente: Dane, Departamento Nacional de Planeación y Fedesarrollo.

- por un aumento sorprendente en el ritmo de las importaciones (19,72%) y más aún en el de la inversión total (26,22%). Durante el trimestre, la formación bruta de capital fijo creció 16,4% con respecto al mismo período de 1997, resultado de un incremento de 32,88% en la inversión en maquinaria y equipo, de 35,07% en equipo de transporte y de 26,48% en obras civiles. Por su parte, las exportaciones también presenciaron un cierto dinamismo cuya tasa de aumento se ubicó en 10,93%, en buena parte como consecuencia de las mayores exportaciones de petróleo y de la fuerte devaluación del peso.
- ❖ El consumo total creció 3,11% durante el trimestre, y estuvo en buena parte determinado por el aumento de 3,6% del consumo del sector privado. El consumo del gobierno sólo aumentó 1,2%.
 - ❖ No obstante lo anterior, para el año completo de 1998 se prevé un comportamiento diferente: el desempeño de la economía estará determinado en su mayor parte por el aumento de las exportaciones, el descenso en las importaciones y el incremento en el consumo privado. Fedesarrollo estima que durante el presente año la demanda interna caerá 0,2%, 4,1 puntos porcentuales por debajo del crecimiento observado en 1997. Por otra parte, se espera que la inversión total disminuya 4,1% como resultado de la caída superior al 35% en la inversión petrolera y el decrecimiento de 5% en la inversión de las empresas estatales. En consecuencia, la inversión privada caerá 4,5% y la inversión pública lo hará en 5,0%.
 - ❖ Se estima también que el sector externo será el más dinámico, con un aumento de 8,7% en las

exportaciones, especialmente debido a las exportaciones de petróleo y carbón. Por su parte, las importaciones disminuirán 4,2% como resultado de la reducción en la compra de bienes de capital asociados a la inversión extranjera directa petrolera y del encarecimiento de los bienes de consumo extranjero por el aumento de la devaluación del peso colombiano.

- ❖ Las proyecciones del Gobierno no difieren sustancialmente de los resultados previstos por Fedesarrollo. Su proyección de crecimiento nulo en la demanda interna es el resultado de la disminución de 1,1% en el consumo del sector público y de 5,7% y 12% en la inversión privada y pública, respectivamente. Igualmente, se estima una caída de 1,4% en las importaciones que contrasta con el aumento esperado de 11,1% en las exportaciones.

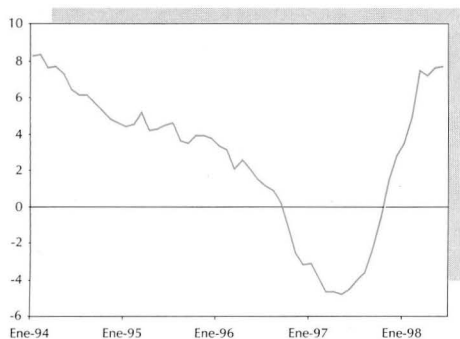
ACTIVIDAD INDUSTRIAL

- ❖ Durante el primer trimestre de 1998, la industria manufacturera creció 12,4% con respecto al mismo trimestre del año anterior. Este comporta-

miento positivo se debió especialmente al crecimiento en la producción de industrias exportadoras que se vieron favorecidas por la devaluación del peso colombiano. Sobresalen las industrias de madera (44,93%), tejidos de punto (10,83%), papel y sus productos (7,17%), impresos (6,74%), cuero y sus productos (6,1%), muebles y otras manufacturas (4,3%) y productos plásticos y de caucho (2,8%).

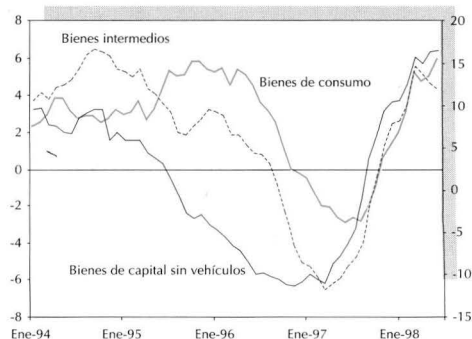
- ❖ La información más reciente que ha suministrado el Dane, muestra que durante el mes de junio de 1998, la actividad industrial mantuvo su ritmo de crecimiento positivo. En efecto, la producción de la industria manufacturera sin trilla de café, aumentó 1,72% frente al sexto mes del año anterior y para el total, incluyendo trilla, el crecimiento fue de 1,21%.
- ❖ La tendencia creciente se ha mantenido a lo largo del primer semestre del año. Entre enero y junio, la producción manufacturera sin trilla de café se ubicó 6,76% por encima de lo registrado en el mismo período del año anterior y se constituyó en el mejor crecimiento de los últimos seis

Gráfico 1A. PRODUCCION INDUSTRIAL SIN TRILLA DE CAFE (Crecimiento anual acumulado del índice) Enero 1994 - junio 1998



Fuente: Muestra Mensual Manufacturera del Dane. *

Gráfico 1B. PRODUCCION INDUSTRIAL (Crecimiento anual acumulado) Enero 1994 - junio 1998



Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo.

Cuadro 3. PRODUCCION Y EMPLEO EN LA INDUSTRIA MANUFACTURERA
(Ene-jun 1998/1997) Crecimiento año corrido

Sectores	Producción	Empleo
Vestuario	49,1	21,3
Equipo y material de transporte	24,5	7,9
Industria de madera	24,4	-8,8
Barro, loza y porcelana	20,8	-8,2
Papel	18,0	-4,9
Maquinaria, aparatos eléctricos	12,9	-14,9
Metales no ferrosos	10,2	-3,0
Otros productos químicos	9,1	-0,7
Imprentas y editoriales	8,7	-5,2
Cuero, pieles, excepto calzado	7,8	-7,5
Textiles	6,2	-1,4
Alimentos (sin trilla)	6,1	-3,5
Bebidas	5,5	0,2
Maquinaria excepto la eléctrica	5,2	-5,9
Plásticos	5,2	-0,9
Equipo profesional y científico	4,2	3,1
Tabaco	1,6	-5,2
Calzado	1,1	-0,8
Hierro y acero	-0,6	-5,8
Otros derivados del petróleo	-0,8	-2,1
Productos minerales no metálicos	-1,5	0,7
Caucho	-2,4	-8,6
Químicos	-3,6	-10,5
Prod, metálicos excepto maquinaria	-4,3	-4,2
Vidrio	-4,4	-3,1
Muebles de madera	-4,6	-13,4
Industrias diversas	-6,5	-9,0
Petróleo	-10,3	1,3
Total	6,0	-1,5
Trilla de café	-7,0	6,8
Total excepto trilla	6,8	-1,6

Fuente: Muestra Mensual Manufacturera del Dane.

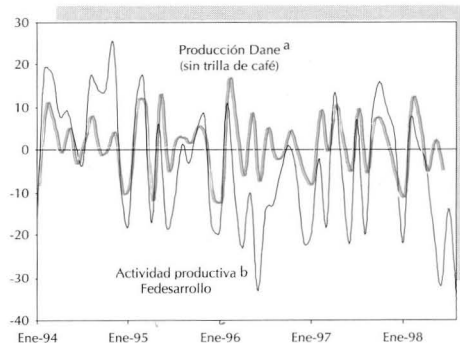
años. Para el acumulado de los doce meses, la producción industrial sin trilla de café estuvo 7,44% por encima de lo registrado en los doce meses precedentes y al incluir la trilla, el aumento fue de 6,58%.

- ❖ En lo corrido del año hasta el mes de junio, el comportamiento del total de la actividad industrial es resultado del dinamismo presentado por

dieciocho de los veintiocho sectores que componen la industria según la clasificación CIIU a tres dígitos. En conjunto, estos sectores aportaron 7,97 puntos porcentuales a la variación total del índice.

- ❖ El cambio de tendencia que se observa entre enero y junio de 1997 y el mismo período para 1998, se explica por el aporte positivo de 6,40 puntos porcentuales que, en su conjunto, realizaron los sectores de equipo y material de transporte, alimentos sin trilla de café, confecciones, textiles, papel y sus productos y, otros productos químicos, frente al aporte negativo (-2,37 puntos porcentuales) que realizaron estos mismos rubros durante el primer semestre del año anterior.
- ❖ Las industrias productoras de caucho, otros productos minerales no metálicos y sustancias químicas, registran tendencia a la recuperación, a pesar de su variación negativa entre enero y junio (-1,49% y -3,63%, respectivamente).

Gráfico 2A. ACTIVIDAD PRODUCTIVA DEL SECTOR INDUSTRIAL Enero 1994 - agosto 1998



^a Tasa de crecimiento mensual del índice de producción. Datos hasta junio de 1998.

^b Balances: diferencia entre porcentaje de respuestas: positivas (más, alto, mayor, bueno) y negativas (menos, bajo, menor, malo).

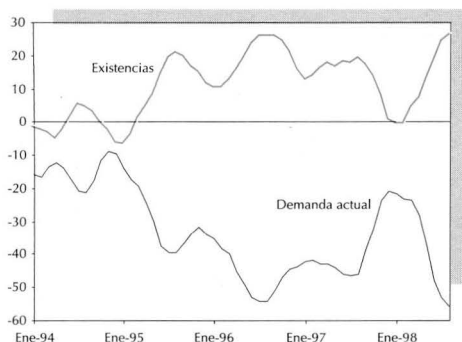
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo y Dane.

- ❖ En el acumulado de los últimos doce meses, sobresalen por su buen desempeño, los sectores de Confecciones -favorecido por el aumento de sus exportaciones y por el control que las autoridades han ejercido para evitar el contrabando-, Objetos de Barro, Loza y Porcelana, Equipo y Material de Transporte, Maquinaria y Aparatos Eléctricos, Cuero y sus Productos y Otros Productos Químicos.
- ❖ No obstante lo anterior, entre enero y junio el empleo en la industria presentó tasas negativas de crecimiento para el total con y sin trilla de café de -1,53% y -1,6%, respectivamente. Sin embargo, éstas fueron inferiores a las cifras observadas durante el mismo período del año anterior, cuando se registró una disminución de 6,31% en el nivel de empleo para el total de la industria sin trilla de café.
- ❖ Este comportamiento es explicado especialmente por el aumento en el número de obreros contratados. En efecto, durante el primer semestre de 1997 éste contribuyó negativamente con 5,19 puntos porcentuales a la variación total del empleo y, en el mismo período del presente año, su contribución, aunque negativa, se ubicó en mejor posición (-0,63 puntos).
- ❖ Durante el primer semestre del año, sólo seis sectores industriales registraron aumentos en su nivel de contratación. Sobresale el sector de confecciones por el dinamismo existente entre su ritmo de producción y el nivel de ocupación de 49,1% y de 21,3%, respectivamente.
- ❖ El sector de Equipo y Material de Transporte también presentó un aumento significativo en su nivel de ocupación (7,9%) y, en menor medida, lo hicieron los sectores de Equipo Profesional y Científico, Petróleo y Productos Minerales no Metálicos con incrementos de 3,1%, 1,3% y 0,7%, respectivamente.
- ❖ Los veintitrés sectores restantes, registraron disminuciones en su nivel de ocupación a tasas que oscilaron entre -0,66% y -14,86%. Los más afectados por esta situación fueron Maquinaria y Aparatos Eléctricos (-14,86%), Muebles de Madera (-13,38%) y Químicos (-10,47%).
- ❖ Durante el primer semestre del presente año, la productividad laboral del sector industrial, medida como la relación entre la producción industrial y el empleo, aumentó 8,42% con respecto al mismo período de 1997, cuando ésta se ubicó en sólo 3,54% para el total de la industria sin trilla de café.
- ❖ Entre enero y junio, es importante destacar el nivel de productividad alcanzado por la Industria de Madera, Maquinaria y Aparatos Eléctricos, Objetos de Barro, Loza y Porcelana, Confecciones, Cuero y sus Productos, y Equipo y Material de Transporte, cuyas variaciones se ubicaron por encima del 15%. Por otra parte, sólo cuatro sectores presentaron reducción en su productividad: Derivados del Petróleo, Otros Productos Minerales no Metálicos, Vidrio y sus Productos, y Productos Metálicos Excepto Maquinaria.
- ❖ En lo corrido del año hasta el mes de junio, la industria manufacturera total incrementó en 0,67% el salario promedio real pagado a sus trabajadores, como consecuencia del aumento de 1,85% en la categoría de empleados, compensando de esta manera la caída de 1,23% para los obreros.
- ❖ Las actividades industriales más dinámicas en cuanto al nivel de salarios reales fueron los derivados del petróleo producidos en refinería (11,63%), equipo y material de transporte

(7,46%), otros derivados del petróleo y del carbón (6,64%), sustancias químicas industriales (4,53%), cuero y sus productos (4,26%) y bebidas (3,69%).

- ❖ Consecuentemente con el aumento en la producción manufacturera, las ventas realizadas por la industria, excluyendo la trilla de café, se ubicaron 3,17% por encima de lo observado durante los primeros seis meses de 1997. Si se excluye la trilla de café, las ventas fueron superiores en 2,55%.
- ❖ El mayor nivel de ventas se presentó en las confecciones con un incremento de 39,46%, situación que contrasta claramente con la disminución que se registró en la industria de productos metálicos sin maquinaria (-13,59%), seguido por derivados del petróleo (-13,27%), muebles de madera (-10,54%) y otras industrias manufactureras (-8,88%).
- ❖ Los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo al mes de agosto de 1998, registran una nueva caída en la actividad productiva de la industria manufacturera, especialmente de las grandes empresas. Igualmente,

Gráfico 2B. EXISTENCIA Y PEDIDOS (Balances suavizados) Enero 1994 - agosto 1998



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

Gráfico 2C. UTILIZACION DE LA CAPACIDAD INSTALADA DEL SECTOR INDUSTRIAL Febrero 1994 - agosto 1998

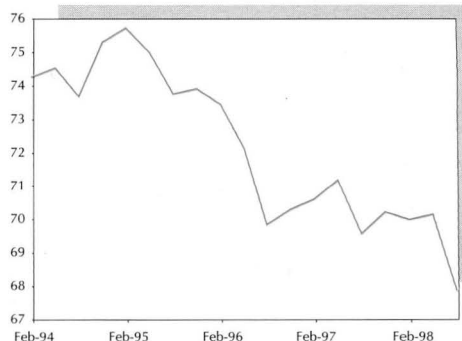


Gráfico 2D. EXPECTATIVAS DE PRODUCCION PARA EL PROXIMO TRIMESTRE (Balances suavizados) Enero 1994 - agosto 1998

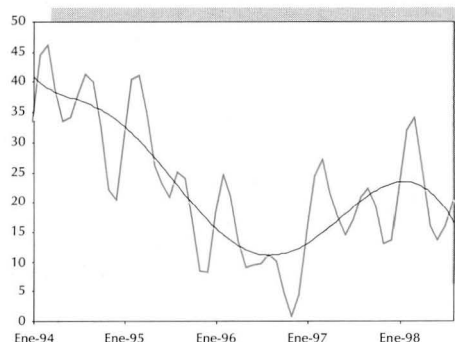
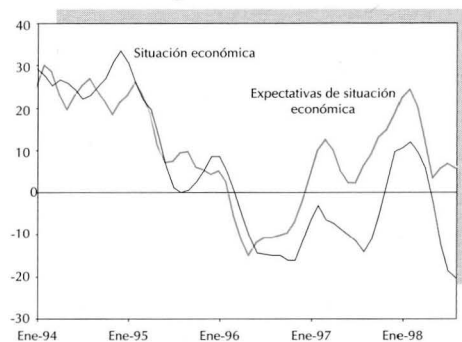
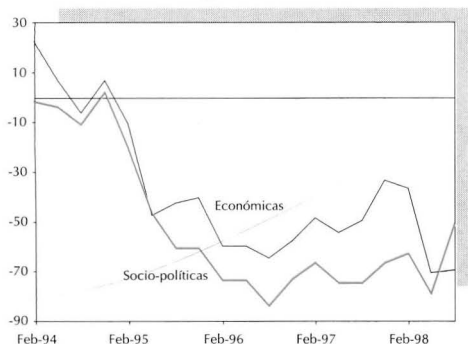


Gráfico 2E. EXPECTATIVAS Y SITUACION ECONOMICA (Balances suavizados) Enero 1994 - agosto 1998



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

Gráfico 3. CONDICIONES PARA LA INVERSION
(Febrero 1994 - agosto 1998)



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

persiste la disminución en el nivel de demanda interna para este tipo de productos, la mala situación económica para los industriales y un menor optimismo en las perspectivas de situación económica para el sector industrial. No obstante, mejoraron las perspectivas de aumento en la producción para el próximo trimestre.

- ❖ Durante el mes de agosto, sólo se recuperó ligeramente la actividad productiva de las grandes empresas industriales dedicadas a la producción de alimentos preparados, azúcar, papel y cemento. En contraste, se registró un descenso en la actividad productiva de la mayoría de las pequeñas y medianas empresas encuestadas dedicadas a la producción de textiles, confecciones, artículos no metálicos para la construcción, metalme-cánica y equipo y material de transporte.
- ❖ Los deficientes resultados de la actividad pro-ductiva y la situación económica industrial tienen su origen en la disminución de los niveles de ventas del sector. Igualmente, el alto volumen de existencias indica la difícil situación por la que atraviesa la actividad manufacturera, en especial en las industrias dedicadas a la producción de

equipos y material de transporte, maquinaria, equipo y material eléctrico.

- ❖ Las expectativas frente a la situación económica para los próximos meses no parecen muy alen-tadoras. En efecto, sólo el 22% de los empresarios encuestados prevén condiciones económicas más favorables, frente a un 50% que espera que la si-tuación económica se mantenga en los actuales niveles.
- ❖ La Encuesta de Opinión Empresarial muestra que durante el segundo trimestre del año, a pe-sar del comportamiento favorable de la tasa de cambio, los empresarios exportadores presen-taron reducciones en el nivel de sus ventas al ex-terior, como resultado del aumento en los costos de producción, la disponibilidad y el costo de los créditos y, finalmente, la mala situación eco-nómica de varios de los países compradores.
- ❖ En lo corrido del año hasta el mes de agosto, el nivel de utilización de la capacidad instalada se ha situado en porcentajes muy bajos (alrededor del 70%), comportamiento bastante crítico si se le compara con los niveles alcanzados durante 1994 y mediados de 1995, cuando el sector pro-ductivo industrial utilizó, en promedio, el 74% de su capacidad. En agosto de 1998, este nivel se ubicó en 65,89%, el más bajo de la década, seguido por el nivel alcanzado en el mismo mes del año anterior (67,79%).
- ❖ Consecuentemente con el deterioro de los indi-cadores del sector industrial a lo largo de los pri-meros ocho meses del presente año, los empre-sarios encuestados perciben una caída bastante drástica en las condiciones económicas para la inversión productiva en el sector, como resultado de los desajustes macroeconómicos característi-cos de los últimos meses del año: altas tasas de

❖ En contraste, los empresarios encuestados consideran que las condiciones socio-políticas para la inversión han mejorado notablemente, como respuesta al efecto positivo generado por los acercamientos entre el gobierno y algunos actores del conflicto armado para un eventual proceso de paz.

- ❖ Durante el mes de junio, el Dane reportó una disminución de 7,92% en las ventas del comercio minorista (sin incluir combustibles) en las doce principales ciudades del país, frente al mismo mes de 1997. Esta situación obedece a la disminución en las ventas de la mayor parte de los rubros que conforman la muestra.

- ❖ Sobresale el aumento de 1,46% en las ventas de gasolina en el mercado nacional frente al mes de junio del año anterior, el crecimiento de 1,13% en las ventas de muebles y electrodomésticos y, la variación positiva en las ventas de otros artículos (0,43%). El comportamiento en

		Total sin combustible	Cacharrerías, bazares y misceláneas	Alimentos y bebidas	Vestuario y calzado	Farmacias	Muebles y electrodomésticos	Artículos de ferretería	Vehículos y repuestos	Mercancías no calificadas
1996	I	-3,4	-1,0	4,1	5,1	5,2	-19,6	-7,3	-24,8	-5,4
	II	-2,9	-7,5	3,9	1,1	2,2	-23,2	-16,2	-12,2	-5,6
	III	-2,2	-3,8	3,7	2,9	16,6	-10,7	-12,0	-22,6	-6,4
	IV	-3,7	0,6	-2,0	5,1	9,3	-8,7	-9,2	-26,3	-6,6
1997	I	1,9	1,8	2,1	8,4	-3,6	12,4	-11,5	-4,4	-4,7
	II	0,7	14,6	-3,6	8,4	-1,3	18,4	1,5	-3,8	-1,4
	III	0,5	19,9	-6,4	10,2	-6,8	14,3	0,7	5,7	4,5
	IV	3,1	13,0	-6,3	10,4	-2,8	27,6	-2,9	17,7	-0,4
1998	I	-4,0	4,3	-11,0	1,1	-2,2	2,6	5,1	5,5	9,1
	II	-2,2	2,3	-5,9	4,9	-4,1	14,7	-8,5	-5,5	-7,2
Junio										
1997/1996		1,3	8,1	-0,7	8,4	-2,4	15,5	-5,2	-4,1	-3,3
1998/1997		-2,9	3,1	-7,3	1,9	-2,3	10,2	-1,9	-0,6	-3,4

INDICADORES 19

las ventas de estos tres rubros contribuyó con sólo 0,1 puntos porcentuales a la variación total del índice de ventas minoristas en el país.

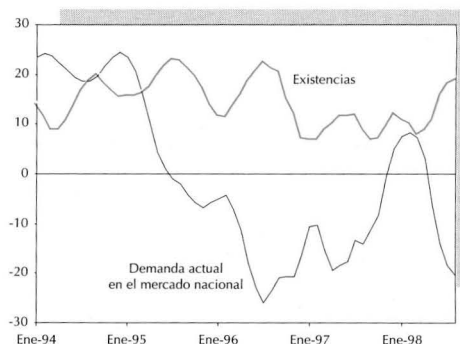
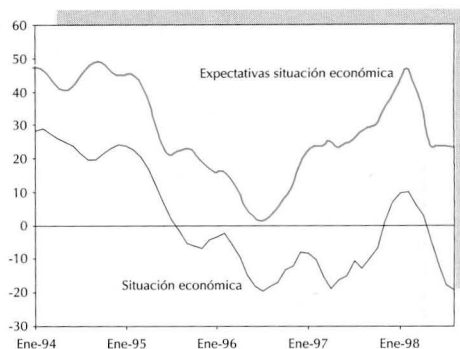
❖ En contraste, el desempeño negativo de las ventas de vehículos y repuestos (-12,38%), vestuario y calzado (-10,43%), cacharrerías (-10,27%), farmacias (-8,33%) y, alimentos, bebidas y tabaco (-8,13%), restaron 7,94 puntos porcentuales a la variación del sector comercio en el mes de junio.

❖ Durante el primer semestre de 1998, las ventas del comercio minorista sin combustibles disminuyeron 2,88% frente al mismo período del año anterior y, excluyendo los vehículos, la caída fue de 3,16%. Esta pérdida de dinamismo en las ventas se explica por el comportamiento de los alimentos, bebidas y tabaco, que en conjunto restaron 3,71 puntos porcentuales a la variación total del sector, en contraste con el mismo período del año anterior cuando su contribución negativa sólo alcanzó 0,39 puntos.

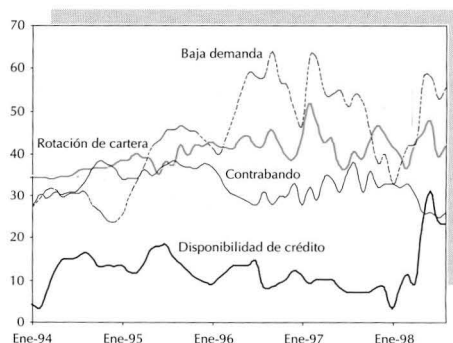
❖ De acuerdo con los registros de Ecopetrol, entre enero y junio del presente año las ventas de gasolina aumentaron 0,88 puntos porcentuales en relación con el mismo período de 1997, al pasar de un aumento de 0,41% en 1997 a 1,29% en 1998. En este mismo período, las áreas de Santafé de Bogotá, Antioquia, Valle, Cundinamarca y Santander, distribuyeron el 63% de la gasolina total vendida en el país.

❖ En el acumulado anual, las ventas minoristas al mes de junio (sin combustibles) registraron una caída de 0,28% frente a los doce meses anteriores. En el último año, sobresale el aumento de las ventas de muebles y electrodomésticos (15,92%), seguido por las cacharrerías (9,96%), vestuario y calzado (6,66%) y vehículos y repuestos (5,51%).

Gráfico 5. INDICADORES DE OPINION SOBRE LA ACTIVIDAD COMERCIAL (Datos suavizados)
Enero 1994 - agosto 1998



PROBLEMAS



Fuente: Encuesta de Comercio de Fedesarrollo y Fenalco.

- ❖ Durante los primeros seis meses de 1998, el personal vinculado al comercio minorista disminuyó 1,69% frente al mismo período del año anterior. Adicionalmente, la remuneración real pagada por persona en la actividad comercial minorista registró una caída de 5,22% y el monto de sueldos y prestaciones pagadas por el sector también disminuyó (7,1%).
- ❖ Los resultados de la encuesta de opinión de Fedesarrollo y Fenalco al mes de agosto registran una situación económica muy crítica en la actividad comercial, comparable solamente con los comportamientos observados a mediados de 1996 y durante el primer trimestre del año anterior. Esta situación obedece especialmente a las disminuciones observadas en el nivel de demanda interna.
- ❖ Consecuentemente con la situación por la que atraviesa el sector, los empresarios encuestados consideran que el nivel de existencias en bodegas sigue aumentando fuertemente, comportamiento que se ha hecho más crítico a raíz de las restricciones de liquidez en el mercado monetario.
- ❖ A pesar de la disminución en la intensidad de los problemas que frecuentemente tienen que afrontar los empresarios del sector, dentro de los cuales cabe mencionar el nivel de demanda, la rotación de cartera, el contrabando y la disponibilidad de créditos en el sector financiero, la actividad comercial no ha logrado reactivarse a lo largo del presente año. Las altas tasas de interés y las restricciones de liquidez en el mercado de dinero, han contribuido enormemente a este desempeño deficiente del sector.

ACTIVIDAD CONSTRUCTORA

- ❖ Las cifras suministradas por el Dane para el primer trimestre de 1998, muestran que entre enero

Cuadro 5. INDICADORES DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCION (Tasas de crecim. año corrido)

	97/96	98/97
(Junio)		
Despachos nacionales de cemento (toneladas)		
Despachos nacionales según ICPC	-8,2	-0,9
(Julio)		
Producción de cemento (toneladas)		
Producción total según Dane	1,3	4,7
Licencias aprobadas para la construcción (miles de mt²)		
Total nacional	1,8	10,7
Bogotá	29,4	-29,3
Resto del país	-11,6	38,9
Licencias aprobadas para la construcción de vivienda (miles de mt²)		
Total nacional	14,6	19,4
Bogotá	66,1	-32,0
Resto del país	-8,2	60,5
(Agosto)		
Índice de costos de la construcción	13,3	12,7
Valor nominal acumulado del flujo neto de préstamos de las CAVs (millones de pesos)		
Préstamos aprobados	57,0	-23,2
Constructores	23,8	-16,5
Individuales	86,3	-27,4
Otros	66,4	-27,8
Préstamos entregados	34,9	-12,6
Constructores	-23,8	-0,6
Individuales	97,3	-17,6
Otros	72,6	-15,7

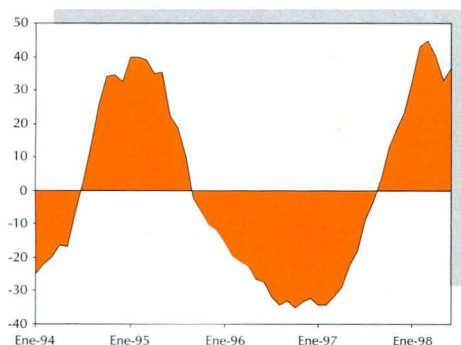
Fuente: Dane, ICAV, ICPC.

y marzo el valor agregado del sector de la construcción disminuyó 1,74%, como consecuencia del descenso de 0,88% en la construcción de edificaciones y de 1,60% en obras civiles.

- ❖ La falta de dinamismo en la construcción de obras civiles se explica especialmente por la disminución de 24% en los gastos de inversión del gobierno con respecto al período enero-marzo de 1997 y, adicionalmente, por la caída de 16,6% en el presupuesto de inversión del sector público destinado a la construcción de carreteras en todo el país.

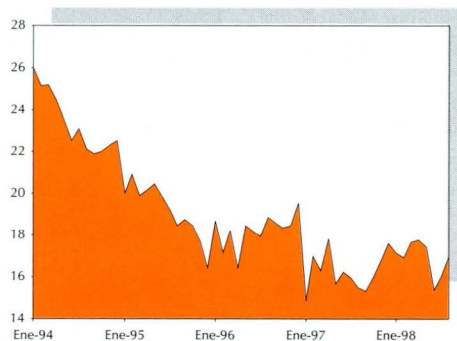
- ❖ Sin embargo, si se le compara con el deficiente desempeño del sector que se registró durante el primer trimestre del año anterior, la actividad productiva de la construcción creció 3,71%, situación que se explica fundamentalmente por el incremento de 26,37% en la construcción de obras civiles.
- ❖ De acuerdo con el Censo de Obras realizado en el mes de abril, para el primer trimestre del año el Dane registró una disminución de 22% en el

Gráfico 6. ÁREA APROBADA PARA CONSTRUCCIÓN DE VIVIENDA (Crecimiento anual acumulado) Enero 1994 - junio 1998



Fuente: Dane.

Gráfico 7. ÍNDICE DE COSTOS DE LA CONSTRUCCIÓN DE VIVIENDA (Crecimiento anual) Enero 1994 - agosto 1998



Fuente: Dane.

área iniciada para la construcción, al pasar de 1.940.782 metros cuadrados en enero a 1.513.602 m² en el cuarto mes del año. Igualmente, el área culminada fue inferior en 12,1% y no se presentaron cambios en las áreas en proceso de construcción.

- ❖ Para los primeros siete meses del presente año, el Dane registró un total de 6.135.541 metros cuadrados que fueron aprobados para la construcción del total de edificaciones en el país. Esta cifra representa un aumento de 10,7% respecto del acumulado entre enero y julio del 1997. Del total de metros cuadrados aprobados hasta el mes de julio de 1998, el 26% se localizó en la capital de la República.
- ❖ Teniendo en cuenta la distribución por destinos, cerca del 80% del total de licencias aprobadas tuvo como destino la construcción de vivienda, especialmente en las grandes ciudades colombianas, exceptuando a Santafé de Bogotá, con una participación de 75% en el total de área aprobada para vivienda.
- ❖ Entre enero y julio, el área aprobada para la construcción de vivienda sumó un total de 4.830.452 metros cuadrados, de los cuales al rededor de 1,5 millones de m² correspondieron a vivienda de interés social.
- ❖ Durante el mes de julio, fueron aprobadas 1.713 nuevas licencias equivalentes a 878.019 m² para la construcción de edificaciones. De esta área, el 66,4% tuvo como destino la vivienda y el 33,6% restante se asignó a otro tipo de construcciones distribuidas entre industria, comercio, oficinas, bodegas, hoteles, educación, hospitales y administración pública.
- ❖ Adicionalmente, en lo corrido del año hasta el mes de junio, el Instituto Colombiano de Pro-

- ductores de Cemento reportó un volumen acumulado de 3.333.752 toneladas en los despachos nacionales de cemento gris. Los despachos del mes de junio fueron los mejores de los últimos cuatro años, al registrar un total de 767.716 toneladas, es decir, 251 mil toneladas más de lo observado durante el mes de diciembre de 1997 cuando éstos alcanzaron un total de 516.292 toneladas. Sin embargo, el crecimiento acumulado en los últimos doce meses muestra que la actividad no ha logrado recuperarse desde mediados de 1995. Este resultado no es sorprendente, dada la crítica situación por la que atraviesa el sector de construcción de vivienda y la desaceleración del ritmo de crecimiento de las obras públicas.
- ❖ De acuerdo con información suministrada por el Dane, la producción de cemento alcanzó un nivel de 920.324 toneladas en el mes de julio del presente año, cifra superior en cerca de 190 mil toneladas al volumen registrado por las firmas productoras durante el mismo mes de 1997. Adicionalmente, este nivel es superior en 3,5% al observado en el pasado mes de junio. El mejor desempeño que registró la producción durante los meses de mayo, junio y julio, contribuyó a revertir la tendencia decreciente que venía presentándose desde los doce meses anteriores.
 - ❖ El índice que mide los costos de construcción de vivienda (ICCV) creció 1,46% durante el mes de agosto del presente año. En el transcurso del año hasta el octavo mes, el ICCV tuvo una variación promedio de 12,69%, incremento superior en 0,6 puntos porcentuales al crecimiento observado en el mismo período de 1997. Para el acumulado de los últimos doce meses, se registró un aumento de 16,97%, resultado superior en 1,51 puntos porcentuales al presentado en agosto de 1997 cuando se ubicó en 15,46%.
 - ❖ En el transcurso de los primeros ocho meses del año, las ciudades que registraron los incrementos más altos en el ICCV fueron Manizales (13,77%), seguido por Medellín (13,28%) y Bucaramanga (13,27%). En contraste, las ciudades con menor aumento fueron Neiva (10,01%) e Ibagué (10,23%).
 - ❖ Por otra parte, en el mismo período el Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda, ICAV, registró 71.863 préstamos que fueron aprobados por las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, de los cuales sólo 1.109 estuvieron destinados a los constructores. Esta cifra representa una caída de \$725.660 millones en las aprobaciones que las CAVs hicieron durante los primeros ocho meses del presente año, frente a lo registrado en igual período de 1997 cuando este monto ascendió a \$3.123.765 millones. En términos porcentuales la disminución fue de 23,23%.
 - ❖ Entre enero y agosto, las CAVs entregaron un total de 84.831 préstamos, equivalentes a \$2.080.820 millones, es decir, \$300 mil millones menos que los recursos otorgados durante los primeros ocho meses de 1997, situación que representó una disminución de 12,57% en el monto de estos créditos. Del total de recursos entregados a lo largo de 1998, \$665.540 millones se destinaron al sector de la construcción, \$1.191.432 millones se otorgaron a personas naturales y \$223.848 millones se dirigieron a otras actividades.
 - ❖ Contrario a las expectativas que se tenían al inicio del año, Fedesarrollo estima que en 1998 la construcción caerá 2%. En efecto, durante el presente año, ésta será una de las actividades más perjudicadas con el elevado nivel de las tasas de interés y, adicionalmente, el sector constructor de obras civiles se verá altamente perjudicado por el recorte en la inversión del sector público.

❖ De acuerdo con los resultados de la Encuesta de Opinión de Fedesarrollo y Camacol Cundinamarca, hasta el segundo trimestre de 1998 la recesión en el sector de la construcción se ha profundizado. Al igual que lo sucedido con la industria y el comercio, la actividad constructora experimentó un ligero repunte a finales de 1997 pero esta tendencia se ha revertido totalmente en lo que va corrido del presente año.

❖ En efecto, los constructores encuestados consideran que su situación económica es la peor de toda la década. Esta percepción es incluso más negativa que la que ellos mismos reportaron a comienzos de los años noventa cuando el sector pasó por una profunda crisis.

❖ El desempeño reciente del sector es en gran medida consecuencia de las altas tasas de interés. Con un nivel de DTF que supera el 30% y una inflación creciente, cualquier mecanismo de financiación en pesos o en UPACs encarece sustancialmente los créditos tanto para los constructores como para los compradores.

❖ Los resultados de la encuesta muestran que, en lo corrido del primer semestre del año, la actividad constructora disminuyó con excepción del sector de Obras Públicas que logró una mejora relativa a partir del segundo trimestre del año. La recesión se concentró especialmente en la construcción de vivienda, incluso para todos los estratos sociales.

❖ Entre abril y junio cayó drásticamente la iniciación de nuevos proyectos de vivienda. El principal problema que encuentran los constructores para dinamizar la actividad del sector es la falta de capital de trabajo. En menor medida, los constructores consideran que la actividad

Gráfico 8A. ACTIVIDAD CONSTRUCTORA (Balances)* I trimestre 1994 - II trimestre 1998



Gráfico 8B. INICIACION DE PROYECTOS DE VIVIENDA DURANTE EL TRIMESTRE (Balances)* I trimestre 1994 - II trimestre 1998

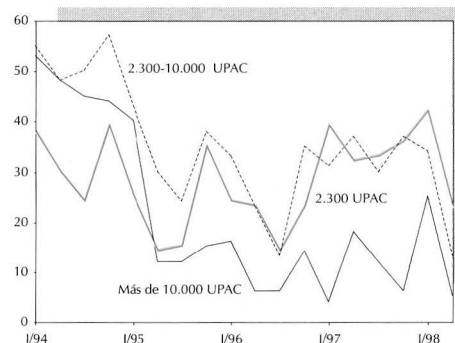
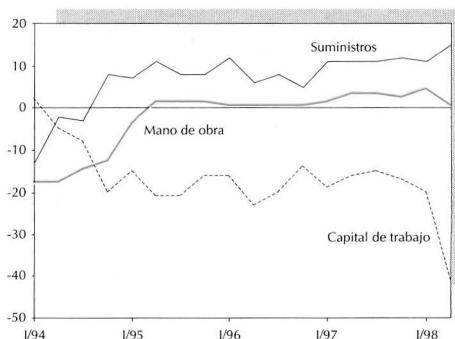


Gráfico 8C. FACTORES DETERMINANTES DE LA ACTIVIDAD CONSTRUCTORA DE VIVIENDA (%) I trimestre 1994 - II trimestre 1998**



* Diferencia entre porcentajes de respuestas favorables y desfavorables.

** Porcentaje de respuestas positivas.

Fuente: Encuesta de construcción de Fedesarrollo y Camacol Cundinamarca.

Gráfico 8D. SITUACION ECONOMICA Y EXPECTATIVAS DE LOS CONSTRUCTORES PARA EL PROXIMO SEMESTRE (Balances)*
I trimestre 1994 - II trimestre 1998

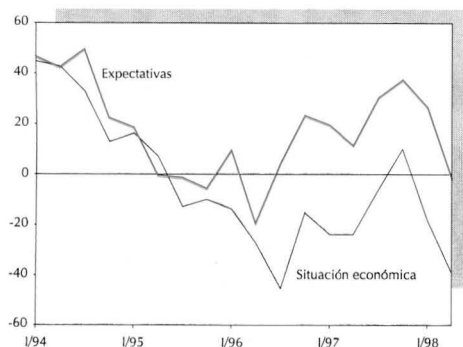


Gráfico 8E. VENTAS DE VIVIENDA (Balances)
I trimestre 1994 - II trimestre 1998

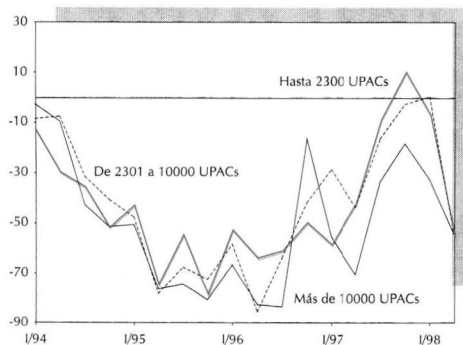
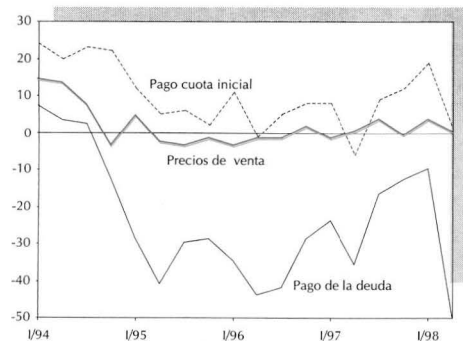


Gráfico 8F. FACTORES QUE INFLUYEN EN LAS VENTAS DE VIVIENDA (Balances)*
I trimestre 1994 - II trimestre 1998



* Diferencia entre porcentajes de respuestas favorables y desfavorables.

Fuente: Encuesta de construcción de Fedesarrollo y Camacol Cundinamarca.

también se ha visto afectada por la disponibilidad de mano de obra y de suministros para la construcción.

- ❖ El deficiente desempeño de la construcción de vivienda está determinado por la profunda caída en las ventas. Desde comienzos de año las ventas de vivienda para los diferentes estratos han disminuido, y el 66% de los constructores encuestados considera que el principal factor que ha incidido en la dinámica de las ventas ha sido la dificultad para asumir el pago de la deuda por la compra de los inmuebles.
- ❖ Teniendo en cuenta el comportamiento alcista de las tasas de interés de los últimos meses, los constructores no perciben de manera optimista el panorama futuro. Tanto las perspectivas sobre la situación económica como las expectativas sobre la actividad para el próximo semestre mantienen una tendencia negativa.

ACTIVIDAD MINERA

- ❖ Entre enero y julio del presente año, Ecopetrol reportó una producción promedio de petróleo de 718.568 barriles diarios de crudo. Esta cifra es superior en 95.277 barriles diarios al promedio observado durante los primeros siete meses de 1997, debido especialmente al aumento en la producción que se registró en el mes de julio (737.303 BDC).
- ❖ Durante el primer semestre de 1998, el precio externo del petróleo estuvo bastante deprimido en el mercado internacional. Desde la reunión de Ministros de Energía de Arabia Saudita, México y Venezuela, llevada a cabo a comienzos de junio en Amsterdam, la producción mundial de crudo disminuyó aproximadamente en 740 mil

BDC, pero este esfuerzo no se reflejó en los precios que se mantuvieron en un nivel inferior a los US\$19/barril.

- ❖ Sin embargo, el 24 de junio se reunieron nuevamente los productores del crudo agrupados en la OPEP y decidieron recortar 1,6 millones de barriles diarios en las cuotas de producción y, adicionalmente, algunas naciones no pertenecientes a este grupo como México, Rusia y Omán, se comprometieron a reducir su producción en 137 millones de BD. Esta medida empezó a tener vigencia a partir del primer día de julio y su duración fue pactada para un período de 12 meses.
- ❖ Este conjunto de medidas tuvo un impacto directo. En efecto, después de varios meses de caída continua en el precio internacional del crudo, en julio éste logró repuntar levemente. Así, el precio del petróleo de Cusiana se ubicó en US\$12,84/barril, y el de los yacimientos de Caño Limón alcanzó los US\$12,02/barril.
- ❖ Los analistas consideran que los mejores precios internacionales del petróleo podrían suceder en

Cuadro 6. PRODUCCION DE PETROLEO Y SUMINISTRO DE GAS NATURAL

		Producción petróleo (miles BDC)	Suministro gas natural (miles MBTU/día)
1994		454	405
1995		585	431
1996		625	459
1997		652	583
1998	Enero	717	698
	Febrero	712	715
	Marzo	727	752
	Abril	727	715
	Mayo	737	629
	Junio	672	650
	Julio	737	529

Fuente: Ecopetrol.

Gráfico 9A. PRODUCCION DE PETROLEO
(Miles de barriles diarios)
Enero 1994 - julio 1998

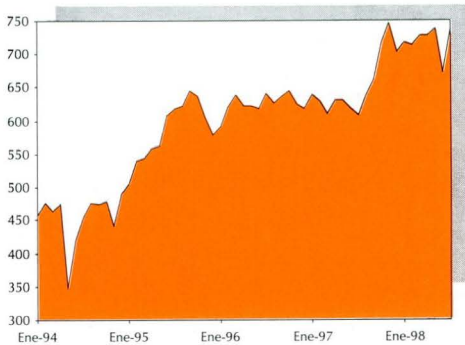
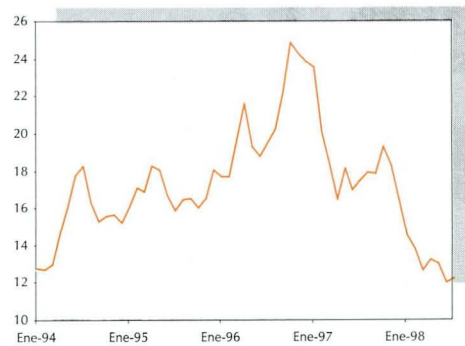


Gráfico 9B. PRECIO EXTERNO DEL PETROLEO
(Dólares/barril)
Enero 1994 - julio 1998



Fuente: Ecopetrol.

el último trimestre del año, a pesar de la existencia de una gran cantidad de reservas almacenadas para absorber variaciones inesperadas en el nivel de demanda.

- ❖ En las proyecciones realizadas el pasado mes de julio, Fedesarrollo estimó conveniente reducir el supuesto de producción de petróleo para el presente año de 861 miles de BDC (estimados en enero) a 777 miles de BDC. Este cambio obedece, por un lado, al aumento en el número de atentados contra el oleoducto Caño Limón-Coveñas y, por otro lado, a la demora en la adecuación

total del yacimiento de Cupiagua que se esperaba que estuviera listo en el presente año.

- ❖ En los primeros siete meses del presente año, el suministro de gas natural registró un promedio de 669,4 MBTU, cifra que representa un incremento de 24,3% frente al mismo período en el año anterior.

SECTOR AGROPECUARIO

Café

- ❖ La información suministrada por la Federación Nacional de Cafeteros de Colombia hasta el mes de agosto, muestra que, en el transcurso de los primeros ocho meses del presente año, la producción acumulada del grano alcanzó los 7.635 miles de sacos de 60 kg., cifra superior en 20,7% al nivel alcanzado entre enero y agosto de 1997 cuando fue de 6.324 miles de sacos.
- ❖ Para 1998, Fedesarrollo prevé que la producción de café alcanzará los 11 millones de sacos de 60 kg., cifra que representa una disminución de 500 mil sacos frente a lo esperado al iniciar el presente año, a causa del impacto del intenso verano en las zonas de producción cafetera.
- ❖ Consecuentemente con el aumento en la producción, las exportaciones de café crecieron 0,4% entre enero y agosto. En efecto, se exportaron 7.118 miles de sacos frente a 7.091 miles de sacos que fueron vendidos en igual período del año anterior.
- ❖ Desde el pasado mes de mayo, el precio interno del café se ha mantenido en niveles cercanos a los \$300 mil por carga de café pergamino, que es el valor mínimo pagado por la Federación y que tiene como fin mantener la estabilidad eco-

Gráfico 10A. VOLUMEN DE PRODUCCION Y EXPORTACION DE CAFE (Crecimiento anual acumulado) Enero 1994 - agosto 1998

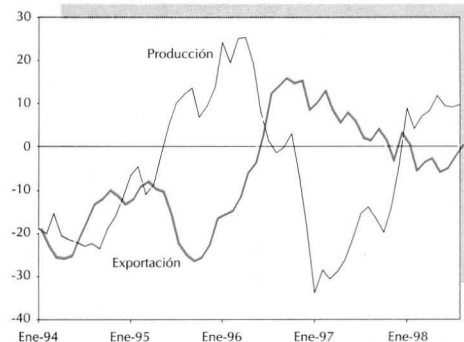


Gráfico 10B. PRECIO INTERNO REAL DEL CAFE (Miles de pesos de diciembre de 1996) Enero 1994 - agosto 1998

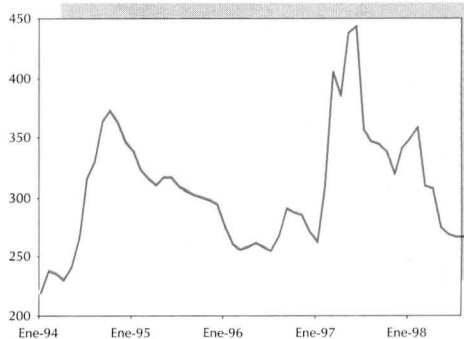
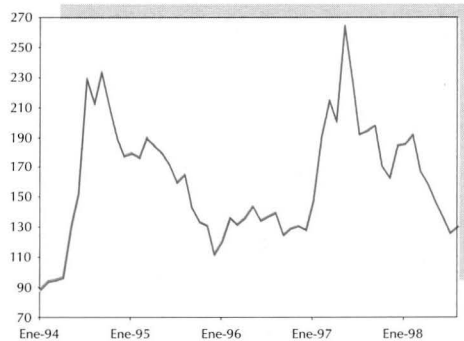


Gráfico 10C. PRECIO EXTERNO DEL CAFE (Centavos de dólar por libra) Enero 1994 - agosto 1998



Fuente: Federación Nacional de Cafeteros.

nómica de los caficultores colombianos. Para el presente año, Fedesarrollo supone que el precio interno promedio será de \$311 mil por carga, con lo que se asume que la cotización se va a mantener cerca del precio de sustentación en lo que resta del año.

- ❖ Entre enero y agosto, el precio interno del grano ha caído cerca de \$50 mil por carga. El mejor precio se registró en el mes de abril al obtener el valor de \$369.527 por carga y el menor precio nominal se observó en el mes de julio cuando se alcanzó el precio de sustentación que paga la Federación (\$300.000/carga).
- ❖ En el mes de agosto, el precio internacional del café colombiano en el mercado de Nueva York logró recuperarse levemente al pasar de US\$1,25/libra en el mes de julio a US\$1,29/libra en agosto. Sin embargo, este comportamiento no permite asegurar un claro cambio en la tendencia descendente que traía el precio externo desde el mes de enero del presente año.
- ❖ Igualmente, el precio de los otros tipos de café suave en el mercado de Nueva York pasó de US\$1,14/libra en julio a US\$1,19/libra en el mes de agosto. Probablemente este comportamiento se debe a la disminución en las expectativas de la producción del grano en Brasil. Inicialmente se esperaban 38 millones de sacos para el año, y actualmente se prevé un volumen de 34 millones de sacos.

Agricultura no cafetera

- ❖ La información suministrada por el Dane, muestra que en 1997 el valor de la producción del sector agrícola se redujo en 0,67% con respecto a 1996, y en el caso de la agricultura no cafetera la reducción fue de 1,17%. Esto se dio como

**Cuadro 7. VALOR DE LA PRODUCCION
(Millones de pesos de 1975)**

	1996	1997	Var, % 97/96
Transitorios			
Exportables	14.890,2	14.415,2	-3,2
Ajonjolí	91,2	84,1	-7,8
Algodón	1.969,2	1.165,8	-40,8
Arroz total	5.445,9	5.999,7	10,2
Papa	7.165,0	6.950,1	-3,0
Tabaco rubio	218,9	215,5	-1,5
Importables	9.216,1	8.975,4	-2,6
Cebada	214,6	102,9	-52,1
Fríjol	1.977,5	1.990,2	0,6
Maíz total	4.436,2	4.486,7	1,1
Sorgo	1.600,8	1.186,6	-25,9
Soya	569,1	884,5	55,4
Trigo	417,9	324,5	-22,3
No comerciables	4.917,0	5.109,9	3,9
Maní	68,1	47,5	-30,2
Hortalizas	4.848,9	5.062,4	4,4
Total transitorios	29.023,3	28.500,5	-1,8
Permanentes			
Exportables	24.685,3	24.746,8	0,2
Banano exportación	2.648,5	2.869,5	8,3
Cacao	1.457,9	1.477,9	1,4
Caña de azúcar	12.282,8	12.208,4	-0,6
Plátano exportación	295,8	273,4	-7,6
Tabaco negro	441,0	302,4	-31,4
Flores	7.559,3	7.615,2	0,7
Importables	6.705,1	7.127,8	6,3
Palma africana	6.705,1	7.127,8	6,3
No comerciables	24.500,8	24.002,6	-2,0
Caña panela	6.785,7	6.910,3	1,8
Coco	379,8	326,6	-14,0
Fique	282,9	301,2	6,5
Ñame	685,3	425,0	-38,0
Plátano	7.531,8	7.592,3	0,8
Yuca	3.225,5	2.669,2	-17,2
Frutales	5.609,7	5.778,0	3,0
Total permanentes	55.891,2	55.877,2	0,0
Agricultura sin café	84.914,5	84.377,7	-0,6
Café	14.294,8	13.673,9	-4,3
Total agricultura con café	99.209,3	98.051,6	-1,2

Fuente: Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural.

resultado del bajo rendimiento del sector durante el cuarto trimestre del año anterior, debido especialmente a la fuerte influencia climática del fenómeno del Pacífico. En efecto, entre octubre y diciembre de 1997 el valor agregado del sector agropecuario disminuyó en 3,17% frente al tercer trimestre del mismo año.

- ❖ En 1997, el comportamiento del sector agropecuario se explica especialmente por la disminución cercana al 5% en el valor de la producción de café, por la caída de 1,76% en otros productos agrícolas y por el aumento de tan sólo 0,82% en la producción animal. Adicionalmente, el valor de la producción de la silvicultura disminuyó 4,76% frente a 1996 y, por su parte, la pesca aumentó su producción en 3,93%.
- ❖ La falta de dinamismo en el sector agrícola durante 1997 es resultado de la reducción de 1,8% en los productos transitorios y de 4,3% en la trilla de café y, asimismo, del crecimiento nulo de los productos permanentes.
- ❖ El valor de la producción de los cultivos transitorios disminuyó 1,8% en 1997. Sobresale la caída de 3,2% en los cultivos exportables al pasar de \$14.890 en 1996 a \$14.415 a lo largo del año anterior. Sin embargo, resulta significativa la recuperación cercana al 4% que se registró en el caso de los bienes no comercializables.
- ❖ Al interior del valor de la producción de los cultivos exportables, es notoria la disminución de 40,8% en la producción de algodón y de 7,8% en la de ajonjolí, en contraste con el aumento satisfactorio que se registró en el valor de la producción de arroz (10,2%).
- ❖ En cuanto a los cultivos importables, en 1997 se presentó una caída de 2,6% como consecuencia

de la fuerte disminución en la producción de cereales: cebada (-52,1%), sorgo (-25,9%) y trigo (-22,3%). En contraste, la producción de soya aumentó en más de 50% frente a 1996.

- ❖ En los cultivos no comercializables se destaca el aumento de 4,4% en la producción de cereales, suavizando la fuerte caída registrada en la producción de maní (-30,2%).
- ❖ De otra parte, los cultivos permanentes no presentaron crecimiento alguno entre 1996 y 1997, resultado del incremento de 6,3% en la importación de palma africana, de la disminución en los cultivos no comercializables (-2,0%) y del aumento de 0,2% en la producción de los cultivos exportables. En este último caso, sobresale la fuerte caída en el cultivo de tabaco negro de 31,4% que se compensa con el incremento de 8,3% en el valor de la producción del banano tipo exportación.
- ❖ Por su parte, la contribución negativa de los cultivos no comercializables (-2,0%), es resultado de la caída cercana al 40% en el valor de la producción de ñame, seguido por la disminución de 17,2% en la producción de yuca y de 14% en la producción de coco.
- ❖ Adicionalmente, la agricultura sin café siguió con su tendencia decreciente. En 1996 disminuyó 0,8% y en 1997, lo hizo en 0,6%. De igual manera, la agricultura incluyendo café, registró disminuciones de 3,7% y 1,2% en 1996 y 1997 respectivamente.
- ❖ Para 1998, Fedesarrollo prevé que el sector agropecuario se incrementará en 0,8% frente a la producción observada en 1997 y excluyendo el café, la variación será de 0,7%. En conjunto, los sectores de silvicultura, caza y pesca, aumentarán 3,0% con relación al año anterior.

II. Indicadores laborales

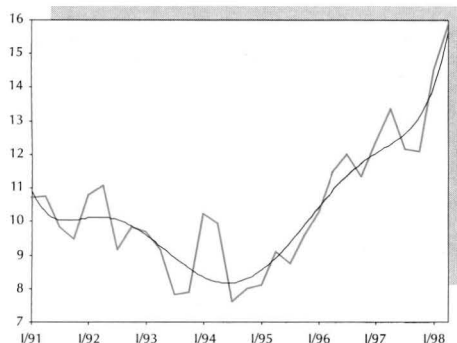
- ❖ Los resultados del Dane para el segundo trimestre de 1998, muestran que la tasa de desempleo fue 15,8% para el conjunto de las principales áreas metropolitanas (Santafé de Bogotá, Barranquilla, Cali, Medellín, Bucaramanga, Manizales y Pasto). Este nivel de desempleo es el más alto de los últimos catorce años. La suma total de desempleados asciende a 1.177.273 personas. Este cálculo no incluye el subempleo, el empleo informal ni los desplazados de las áreas rurales.
- ❖ Cali y Villavicencio se ubican como las ciudades con mayor tasa de desempleo con cifras de 19,7% y 17,2%, respectivamente. En Cali, el nivel de desocupación aumentó 1,8 puntos porcentuales entre marzo y junio del presente año, al pasar de 182.746 personas desocupadas al finalizar el primer trimestre a 200.140 personas en el mes de junio.
- ❖ Para el conjunto de las siete áreas metropolitanas, la población económicamente activa (fuerza laboral) aumentó 0,1% entre marzo y junio del presente año, lo que equivale a 4.275 personas de diferencia. La ciudad de Santafé de Bogotá contribuyó con el 44,8% de la fuerza laboral del país durante el segundo trimestre del año.
- ❖ En junio del presente año, la tasa global de participación (PEA/PET) aumentó 0,3 puntos porcentuales con respecto a la tasa observada durante el primer trimestre del año al ubicarse en 62,6%. Las áreas metropolitanas que registraron las mayores tasas de participación fueron Pasto (68,3%) y Bucaramanga (66,6%) y las más bajas fueron Pereira (55,6%) y Barranquilla (56,6%).
- ❖ La tasa de ocupación se ubicó en 52,7%, resultado inferior en 0,6 puntos porcentuales a la tasa registrada en el primer trimestre del año (53,3%), pero superior en 0,8 puntos a la observada en junio del año anterior. Este comportamiento es consecuencia de la reducción tanto en el número de ocupados (94.580 personas) como en la población en edad de trabajar (80.836 personas) entre marzo y junio.

Cuadro 8. INDICADORES DE EMPLEO
Siete ciudades y sus áreas metropolitanas

		Población en edad de trabajar (PET)	Población económicamente activa (PEA)	Ocupados (O)	Desocupados (D)	Tasa Global de participación (TGP)	Tasa de ocupación (TO)	Tasa de desempleo (TD)
1996	I	10.249.586	6.214.589	5.580.184	634.405	60,6	54,4	10,2
	II	10.395.397	6.143.968	5.440.824	703.144	59,1	52,3	11,4
	III	10.477.888	6.190.206	5.450.624	739.582	59,1	52,0	11,9
	IV	10.517.292	6.287.140	5.576.587	710.553	59,8	53,0	11,3
1997	I	10.676.130	6.228.459	5.461.664	766.795	58,3	51,2	12,3
	II	10.707.277	6.414.686	5.560.661	854.027	59,9	51,9	13,3
	III	10.836.782	6.488.413	5.702.132	786.281	59,9	52,6	12,1
	IV	10.790.002	6.635.611	5.837.601	798.010	61,5	54,1	12,0
1998	I	10.907.364	6.795.262	5.816.844	978.418	62,3	53,3	14,4
	II	10.856.528	6.799.537	5.722.264	1.077.273	62,6	52,7	15,8

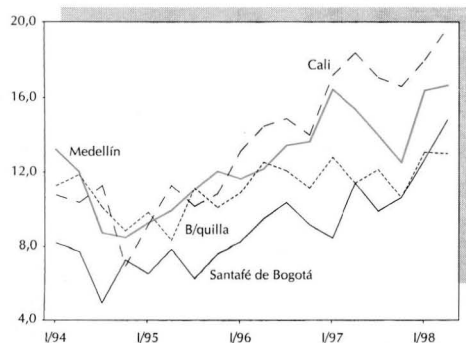
Fuente: Encuesta Nacional de Hogares del Dane.

Gráfico 11A. TASAS DE DESEMPLEO EN LAS SIETE PRINCIPALES CIUDADES
I trimestre 1991 - II trimestre 1998



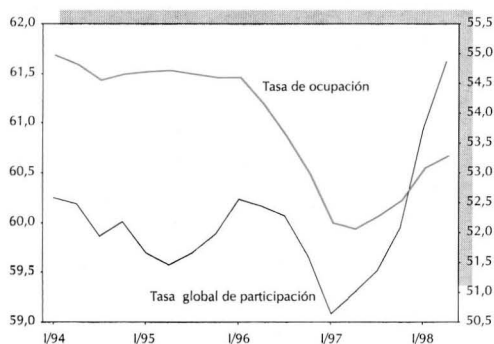
Fuente: Dane.

Gráfico 11B. TASA DE DESEMPLEO EN LAS CUATRO PRINCIPALES CIUDADES DEL PAÍS
I trimestre 1994 - II trimestre 1998



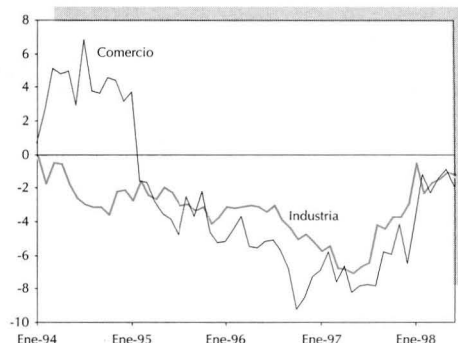
Fuente: Dane.

Gráfico 11C. TASAS DE PARTICIPACION Y OCUPACION SIETE AREAS METROPOLITANAS (Datos suavizados) I trimestre 1994 - II trimestre 1998



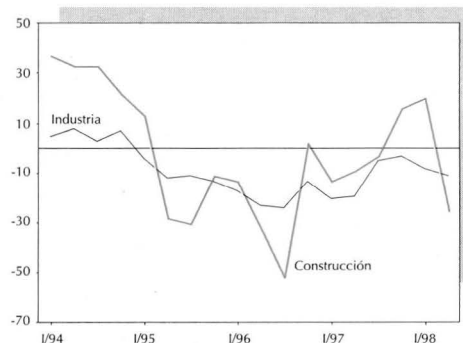
Fuente: Dane.

Gráfico 11D. EMPLEO EN LA INDUSTRIA Y EL COMERCIO
Enero 1994 - junio 1998



Fuente: Dane.

Gráfico 11E. EMPLEO EN LA INDUSTRIA Y LA CONSTRUCCION (Balances)
I trimestre 1994 - II trimestre 1998



Fuente: Fedesarrollo

- ❖ Cuando se revisa la situación por sectores de la economía al mes de junio, se observa que la caída en el nivel de empleo es más notable en el caso de la industria que en el comercio. Sin embargo, en la industria, aunque las tasas son negativas, resultan moderadas con respecto a las acumuladas en el primer semestre del año anterior (-1,53% frente a -6,31% en 1997). Adicionalmente, la información captada por las encuestas de Fedesarrollo tanto para la industria como para la construcción, muestra que entre abril y junio se ha deteriorado fuertemente el empleo en estos sectores.

III. Indicadores del sector externo

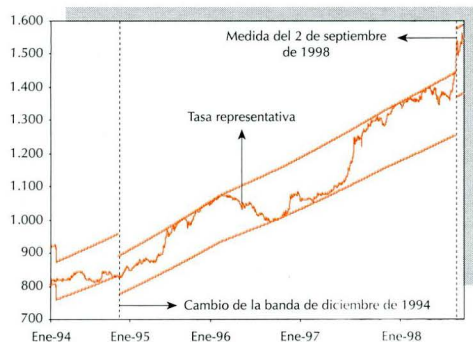
- ❖ En respuesta a la tensión existente en el mercado cambiario, la Junta Directiva del Banco de la República decidió desplazar la banda el pasado dos de septiembre. Pese a que la autoridad monetaria mantuvo durante los últimos meses una severa política de defensa de la banda cambiaria ante los ataques especulativos que se dieron especialmente en febrero, mayo y junio pasados, la crisis financiera internacional y la confianza que el gobierno tiene en el programa de ajuste de las finanzas públicas llevaron a tomar esta decisión.
- ❖ La medida consistió en elevar el nivel de la banda cambiaria en nueve puntos porcentuales, conservando la pendiente de 13%. El gobierno ha manifestado que este nivel de devaluación era el necesario para contrarrestar los desajustes causados por la situación financiera internacional, para corregir el rezago cambiario, y en particular para atenuar el impacto de una eventual devaluación de Venezuela principal socio comercial de Colombia en la región.
- ❖ Adicionalmente, el gobierno esperaba que el desplazamiento de la banda cambiaria calmara a los especuladores y así desaparecieran las presiones que antes de la medida habían llevado la tasa de cambio a pegarse al techo de la banda.
- ❖ A pesar de esta medida, durante el mes de septiembre el mercado continuó con profundas fluctuaciones debido, entre otros factores, al comportamiento del sector financiero y a hechos interna-

Cuadro 9A. TASA DE CAMBIO REPRESENTATIVA DEL MERCADO
(Pesos por dólar)

	Representativa del mercado			Devaluación anual (%)			Devaluación año corrido (%)		
	1996	1997	1998	1996	1997	1998	1996	1997	1998
Enero	1.011,2	1.027,1	1.323,2	19,4	1,6	28,8	2,3	2,6	2,0
Febrero	1.029,6	1.074,2	1.346,1	21,0	4,3	25,3	4,2	7,4	3,8
Marzo	1.045,0	1.062,2	1.357,1	20,7	1,6	27,8	5,7	6,2	4,6
Abril	1.050,9	1.060,7	1.360,2	20,3	0,9	28,2	6,4	6,0	4,9
Mayo	1.066,2	1.075,2	1.386,3	21,6	0,8	28,9	7,9	7,5	6,9
Junio	1.072,0	1.082,4	1.386,6	22,5	1,0	28,1	8,5	8,2	6,9
Julio	1.064,1	1.102,4	1.371,5	19,1	3,6	24,4	7,7	10,2	5,8
Agosto	1.044,8	1.132,7	1.390,5	11,7	8,4	22,8	5,7	13,2	7,2
Septiembre	1.040,8	1.222,5	1.520,5	8,0	17,5	24,4	5,3	22,2	17,2
Octubre	1.015,8	1.262,9		3,1	24,3		2,8	26,2	
Noviembre	998,2	1.294,6		-0,2	29,7		1,0	29,4	
Diciembre	1.000,6	1.296,9		1,3	29,6		1,3	29,6	
Promedio	1.036,6	1.141,1	1.382,4	13,6	10,1	26,5	4,9	14,1	6,6

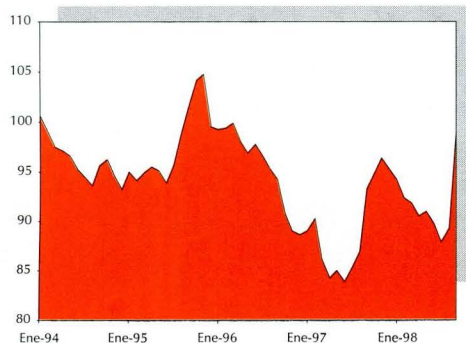
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 12A. BANDAS DE TASA DE CAMBIO DE MERCADO Enero 1994 - septiembre 1998



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 12B. INDICE DE TASA DE CAMBIO REAL (ITCR1) Base diciembre 1986 = 100

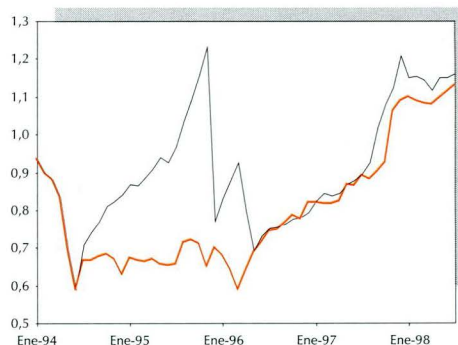


Fuente: Banco de la República.

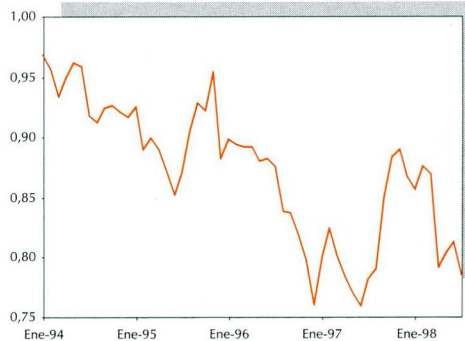
cionales como es el caso de la devaluación de Ecuador. En efecto, entre el 2 y el 30 de septiembre, el peso colombiano se devaluó 7,8%, situación que llevó a la autoridad monetaria a intervenir en diferentes ocasiones, restringiendo nuevamente la liquidez a los intermediarios financieros para elevar las tasas de interés y controlar las presiones especulativas sobre la tasa de cambio. En consecuencia, la tasa de las operaciones repos se elevó a un máximo de 80% y la tasa interbancaria a un nivel superior a 60%.

Gráfico 12C. TIPOS DE CAMBIO CRUZADOS Enero 1994 - julio 1998

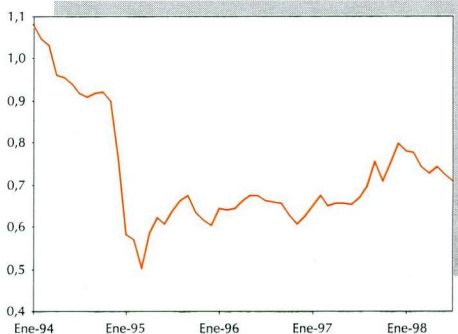
A. Con Venezuela



B. Con México



C. Con Ecuador



Fuente: MetroEconómica Venezuela, FMI y cálculos de Fedesarrollo.

Cuadro 9B. INDICE DE TASA DE CAMBIO REAL
(Base diciembre 1986 = 100)

	ITCR1		ITCR2		ITCR3		ITCR4	
	1997	1998 ^a	1997	1998 ^a	1997	1998 ^a	1997	1998 ^a
Enero	89,02	94,26	88,33	94,24	74,86	82,14	79,55	76,62
Febrero	90,31	92,39	89,53	91,05	75,30	81,25	78,40	76,19
Marzo	86,14	91,86	85,36	90,19	73,12	81,86	78,50	75,93
Abril	84,31	90,52	83,52	89,39	71,94	78,39	78,45	74,66
Mayo	84,97	90,95	84,19	89,77	72,53	76,16	78,33	74,61
Junio	83,90	89,80	83,09	88,88	72,39	77,96	78,09	74,59
Julio	85,27	87,90	84,33	87,04	72,83	76,08	77,78	75,55
Agosto	86,89	89,21	85,81	88,36	73,63	75,25	76,96	76,65
Septiembre	93,27	98,94	94,16	98,18	79,08	85,65	76,37	77,33
Octubre	94,92		95,35		81,67		75,87	
Noviembre	96,38		95,26		83,16		76,22	
Diciembre	95,28		93,63		82,25		76,81	

^a Datos sujetos a revisión.

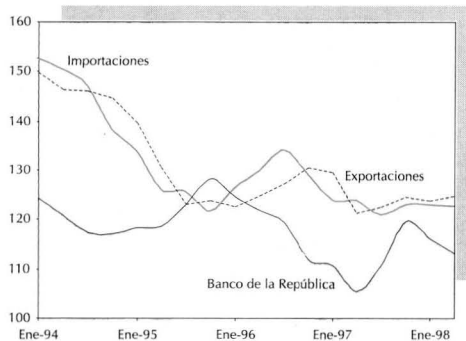
Fuente: Banco de la República.

❖ Entre enero y septiembre del presente año, se observó la segunda devaluación más alta de la década (17,24%), después de la registrada entre enero y septiembre del año anterior cuando alcanzó una tasa de 22,18%. Esta situación obedece

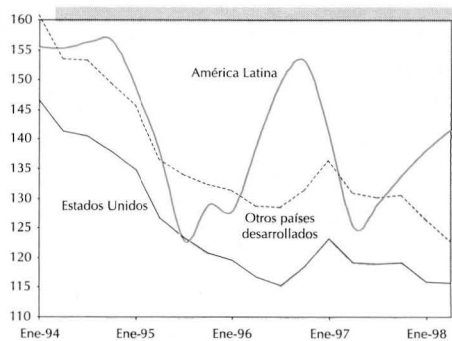
a las continuas presiones que se han ejercido sobre el mercado cambiario, especialmente durante el mes de septiembre. Adicionalmente, entre septiembre de 1997 y el mismo mes en 1998, la cotización del dólar se devaluó en 24,38%.

Gráfico 12D. INDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL PONDERADA
I trimestre 1994 - II trimestre 1998

A. De importaciones y exportaciones
(Fedesarrollo y Banco de la República)



B. Según destino de las exportaciones
(Fedesarrollo)



Fuente: Banco de la República, Fondo Monetario y Fedesarrollo.

- ❖ La información más reciente del Banco de la República muestra que desde el comienzo del segundo semestre del presente año, el mercado cambiario se ha caracterizado por la devaluación real del tipo de cambio, medida por el ITCR1 (índice que calcula la tasa de cambio real del peso colombiano frente a las monedas de los 18 principales socios comerciales del país, ponderados por el IPP), ITCR2 y el ITCR4. Por su parte, el ITCR1 pasó de 95,28 en el mes de diciembre de 1997 a 98,94% en el pasado mes de septiembre, cifra que representó una devaluación real del peso colombiano de 3,84% en lo corrido del año, y sólo para el séptimo mes de 1998 ésta se ubicó en 10,91%. Esta situación se ha visto favorecida por el deterioro en los términos de intercambio con algunos socios comerciales, dado el reciente proceso de devaluación en Ecuador.
- ❖ En lo que respecta al vecino país de Venezuela, el cálculo de tasa de cambio real paralela muestra un crecimiento continuo del índice desde mediados de 1996. Esto indica que la moneda colombiana sigue devaluándose en términos reales frente al Bolívar, lo que genera una situación más favorable para nuestras exportaciones en términos de competitividad hacia ese país. Probablemente, este comportamiento se puede revertir una vez se inicie el proceso de devaluación de la moneda venezolana.
- ❖ En lo corrido del año hasta el mes de julio, la tasa de cambio cruzada con México ha registrado un constante descenso, situación que lógicamente ha significado una pérdida continua de competitividad de las exportaciones colombianas frente a los productos de ese país.
- ❖ Consecuentemente con lo ocurrido en México, la tasa de cambio cruzada con Ecuador sigue descendiendo, especialmente desde el mes de

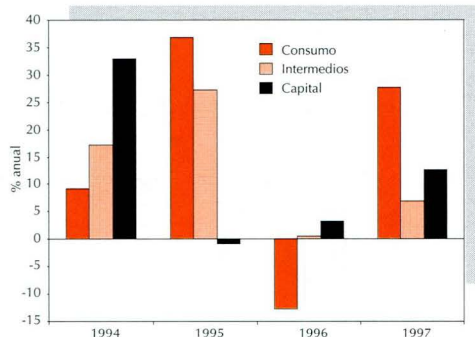
junio, lo que significa que el peso colombiano se ha revaluado frente al Sucre. De esta manera, nuestras exportaciones siguen perdiendo espacio en términos de competitividad con este país.

- ❖ Al finalizar el primer semestre del presente año, el índice de tasa de cambio real ponderada por las importaciones mantuvo una tendencia estable, y sólo en el caso de la tasa ponderada por las exportaciones se registró un leve aumento. Sin embargo, siguió ampliándose la brecha entre estos cálculos y el ITCR1 promedio para el trimestre.
- ❖ Por otra parte, el índice de tasa de cambio real ponderado con los Estados Unidos registró una tendencia estable durante el segundo trimestre del presente año y, teniendo en cuenta otros países desarrollados, este índice continuó su descenso que ha sido característico desde octubre de 1997. Estos resultados contrastan claramente con el índice ponderado con los países latinoamericanos, donde es evidente un fuerte proceso de devaluación, reflejando mejores ventajas competitivas para nuestros productos en estos mercados internacionales.

COMERCIO EXTERIOR

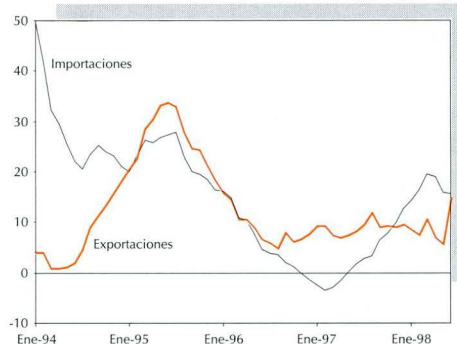
- ❖ Los resultados oficiales del Dane para el primer trimestre de 1998 muestran que entre enero y marzo, las exportaciones de bienes y servicios crecieron 0,7% frente al cuarto trimestre de 1997 y 10,93% con relación al período enero-marzo del año anterior. En el primer trimestre, sobresalieron por su dinamismo las exportaciones de carne de ganado, pieles y otros (50,83%), carbón (24,10%), banano (15,32%), maquinaria y suministro eléctrico (14,31%), petróleo crudo, gas natural y otros (6,78%), azúcares y artículos de confitería (4,16%) y café (1,08%).

Gráfico 13A. IMPORTACIONES POR TIPO DE BIEN 1994 - 1997



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 13B. IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES TOTALES (Crecimiento anual acumulado) Enero 1994 - junio 1998



Fuente: Dane.

- ❖ Por su parte, las importaciones disminuyeron 0,32% frente al último trimestre de 1997 y aumentaron 19,72% si se comparan con el primer trimestre del año anterior. Las compras de productos extranjeros con mayor incremento entre enero y marzo, fueron animales vivos y productos animales (22,32%), bebidas (17,42%), carnes y

pescados (14,79%), hilados y tejidos de fibras textiles (10,25%) y maquinaria y suministro eléctrico (7,22%).

- ❖ En conjunto, el comportamiento de importaciones y exportaciones arroja un saldo negativo de la balanza comercial para los primeros seis meses

Cuadro 9C. BALANZA COMERCIAL

	Millones de dólares		Variación %	
	1997	Enero - junio 1998	1997-1996	Enero - junio 1998
Balanza comercial	-2.727,9		-27,3	-
Exportación de bienes	11.681,0	5.478,9	9,7	-1,1
Café	2.258,9	1.013,8	43,3	-8,6
Mineras	4.129,2	1.702,4	-5,1	-11,8
Petróleo y derivados	2.707,3	1.122,6	-6,4	-14,8
Carbón	886,0	460,3	4,3	12,2
Ferroníquel	160,6	65,5	-5,0	-10,6
Oro	234,0	0,5	-12,7	-85,0
Esmeraldas	141,4	53,6	-19,0	-57,3
Menores	5.292,8	2.762,7	12,1	10,5
Importación de bienes	14.408,9	7.907,9	12,5	12,3
Derivados del petróleo	296,5	159,5	-9,8	-23,3
Otras	14.112,4	7.748,4	13,2	13,3

Fuente: Banco de la República y Dane.

de 1998. Tomando el valor FOB de las compras y ventas al exterior, se registró un déficit de US\$1.940,7 millones, saldo superior en US\$438 millones al déficit registrado entre enero y junio del año anterior.

EXPORTACIONES

- ❖ En el primer semestre de 1998, el valor FOB de las exportaciones alcanzó los US\$5.478,9 millones, cifra inferior en 1,1% a la registrada en el mismo período de 1997 cuando las exportaciones sumaron US\$5.538,7 millones.
 - ❖ La falta de dinamismo en las exportaciones se explica por la caída de 8,5% en las exportaciones tradicionales, en las que se destaca la disminución de las ventas al extranjero de petróleo (14,8%) y café (8,6%). Sin embargo, el efecto negativo de estos comportamientos se compensó con el crecimiento de 10,5% de las exportaciones menores sin incluir oro y esmeraldas. Si éstos se incluyen, el aumento se ubica en 7,1%.
 - ❖ Entre enero y junio, las exportaciones tradicionales sumaron un valor de US\$2.662,2 millones frente a US\$2.909,5 millones acumulados durante el primer semestre de 1997.
 - ❖ Las exportaciones tradicionales más dinámicas durante este período fueron las de carbón cuyo aumento fue de 12,2%. En efecto, pasaron de un valor FOB de US\$410,1 millones en 1997 a US\$460,3 millones en 1998 como consecuencia del fuerte incremento de 95,1% que se registró en el mes de junio. Adicionalmente, el volumen exportado de carbón creció 20%, frente a 12% exportado en el año anterior.
 - ❖ Las exportaciones de petróleo y sus derivados fueron las más afectadas durante el semestre.
- Frente a los primeros seis meses de 1997, el valor FOB de estos productos cayó cerca de US\$200 millones, lo que significó una disminución de 14,8% y una contribución negativa de 3,5 puntos porcentuales a la variación del total de las exportaciones. Pese al menor valor de las ventas de petróleo debido a la disminución de los precios internacionales del crudo, el volumen exportado aumentó 19,1%, al pasar de 10,5 millones de toneladas en 1997 a 12,5 millones de toneladas en 1998.
- ❖ En el caso del café, el valor FOB de las exportaciones se redujo 8,6%, no sólo en respuesta a la caída internacional de los precios, sino también debido al menor volumen exportado. En el presente año, se vendieron 298,7 miles de toneladas, es decir 7,2% menos que la cantidad exportada entre enero y junio de 1997.
 - ❖ Por su parte, las exportaciones no tradicionales aumentaron 7,15% frente a los primeros seis meses del año anterior, al alcanzar un valor de US\$2.816,7 millones. Sin embargo, excluyendo las exportaciones de esmeraldas, de oro en bruto sin alear y aleado en estado natural y el oro semilabrado incluido el platinado para uso no monetario, las exportaciones menores aumentaron 10,5%, con un valor FOB de US\$2.762,7 millones.
 - ❖ De acuerdo con la clasificación CIIU, las exportaciones del sector industrial sin oro y esmeraldas, representaron el 76,4% del total de ventas externas no tradicionales de la economía entre enero y junio de 1998. En el mismo período éstas crecieron 12% al pasar de US\$1.921,6 millones en el primer semestre del año anterior a US\$2.151,5 millones en 1998.
 - ❖ Por su parte, las ventas externas del sector agropecuario representaron el 21,1% del total de las

Cuadro 10A. EXPORTACIONES MENORES POR REGIONES DE DESTINO

Enero - junio 1998 (Miles de dólares FOB corrientes)

Actividad	Estados Unidos	Aladi sin México	México	Chile	Grupo Andino sin Venezuela	Venezuela	Unión Europea	Resto de Europa	Japón	Resto del mundo	Total
Producción agropecuaria	303.460	2.996	110	190	1.416	48.110	175.734	11.351	1.145	43.897	588.409
Caza	62	6	303	0	0	0	182	0	324	2.463	3.340
Silvicultura	678	4	0	8	0	0	445	0	1	20	1.156
Extracción de madera	0	0	0	0	44	11	0	0	0	1.055	1.110
Pesca	1.329	2	1	0	1	0	368	36	182	223	2.141
Explotación de minas de carbón	0	0	0	0	3	0	2.039	0	0	24	2.066
Petróleo crudo y gas natural	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Minerales metálicos	0	0	0	0	0	1	0	0	3.112	8	3.122
Otros minerales ^a	17.056	113	7	29	209	1.220	4.027	4.900	11.286	2.606	41.454
Productos alimenticios excepto bebidas	72.677	1.010	1.186	3.329	68.027	98.880	60.667	398	6.030	80.755	392.960
Productos alimenticios diversos	13.202	424	607	126	8.022	710	29.782	6.734	12.673	19.387	91.668
Bebidas	814	18	39	1	4.497	958	166	0	31	1.915	8.440
Tabaco	2.362	614	0	0	3	1.601	509	0	0	2.201	7.290
Textiles	30.842	4.894	6.062	4.162	15.457	36.123	16.488	999	23	11.511	126.561
Prendas de vestir excepto calzado	109.906	3.802	2.002	5.824	10.447	34.323	13.582	100	8	24.764	204.758
Cuero y sus productos	19.919	74	2.584	325	1.976	8.996	10.587	67	457	7.490	52.474
Calzado excepto el de caucho vulcanizado	2.368	38	205	378	2.010	4.779	3.983	67	0	2.779	16.607
Madera y sus productos excepto muebles	1.851	4	102	89	252	2.349	64	0	0	969	5.680
Muebles y accesorios	2.351	99	11	271	470	3.467	154	0	0	441	7.264
Papel y sus productos	5.047	2.045	787	1.950	25.146	18.241	4.209	0	0	10.589	68.015
Imprentas, editoriales e industrias conexas	7.742	8.139	9.572	1.515	16.017	12.794	679	9	8	8.457	64.932
Sustancias químicas industriales	19.310	14.478	14.323	29.887	85.915	63.455	11.569	668	0	62.373	301.976
Otros productos químicos	64.264	4.319	9.514	7.766	67.947	47.216	3.300	97	0	26.004	230.428
Refinerías de petróleo	5.630	4.405	30	11	1.601	950	5	0	0	1.098	13.729
Productos derivados del petróleo y carbón	9.885	0	1.310	26	1.478	1.888	0	0	0	4.478	19.064
Productos de caucho	1.244	168	0	1.776	11.289	8.289	51	0	0	1.760	24.578
Productos plásticos	2.080	1.323	1.590	2.137	17.621	16.132	287	67	1	8.019	49.258
Objetos de barro, loza y porcelana	1.750	79	569	1.324	1.089	5.935	820	29	4	1.346	12.944
Vidrio y productos de vidrio	2.131	1.248	701	762	9.947	2.977	188	0	3	1.860	19.816
Otros productos minerales no metálicos	24.828	139	129	750	9.688	6.133	50	2	6	15.990	57.715
Industrias básicas de hierro o acero	11.111	19	233	1.017	9.598	4.112	603	0	0	9.390	36.082
Industrias básicas de metales no ferrosos	15.753	0	122	841	2.933	4.001	4.145	34	225	3.760	31.813
Productos metálicos excepto maquinaria	6.087	561	2.277	1.559	12.933	15.533	211	13	3	10.697	49.874
Maquinaria excepto la eléctrica	3.566	1.029	2.012	689	7.175	17.305	1.016	106	368	11.182	44.446
Maquinaria y aparatos eléctricos	2.159	4.569	4.107	3.253	22.375	41.424	270	54	55	12.072	90.337
Equipo y material de transporte	1.072	712	3	7.670	15.496	89.913	2.691	492	35	3.047	121.131
Equipo profesional y científico	1.935	1.846	630	772	2.994	1.925	1.138	104	122	3.745	15.211
Otras industrias manufactureras	9.475	1.816	1.551	1.151	5.694	4.587	1.650	662	72	2.982	29.641
Total	773.949	60.993	62.679	79.587	439.768	604.336	351.658	26.989	36.176	401.355	2.837.490

^a Incluye esmeraldas.

Fuente: Dane.

Cuadro 10B. CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES MENORES POR REGIONES DE DESTINO
Enero - junio 1998 vs. enero - junio 1997 (Tasa de crecimiento año corrido)

Actividad	Estados Unidos	Aladi sin México	México	Chile	Grupo Andino sin Venezuela	Venezuela	Unión Europea	Resto de Europa	Japón	Resto del mundo	Total
Producción agropecuaria	-3,1	81,0	358,1	107,1	-44,7	921,1	-4,9	-1,0	4,0	19,5	5,8
Caza	160,8	-	1.111,3	-	-	-	117,5	-	209,0	-14,3	7,3
Silvicultura	11,8	44,5	-	307,3	-	-	-7,5	-	2.513,3	78,4	4,8
Extracción de madera	-	-	-	-	225,7	-74,2	-	-	-	59,0	53,7
Pesca	-36,1	-	-70,2	-	-	-	11,2	83,8	169,8	-53,6	-29,4
Explotación de minas de carbón	-	-	-	-	-81,0	-	-	-	-	-	-
Petróleo crudo y gas natural	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Minerales metálicos	-	-	-	-	-	-	-	-	-27,5	228,9	-27,4
Otros minerales ^a	-42,1	13.883,3	-	39,5	-76,8	68,6	-23,0	49,6	-55,6	-72,3	-44,3
Productos alimenticios excepto bebidas	-15,0	-67,1	-88,9	10,1	116,8	97,5	24,0	735,3	-11,5	-10,0	19,4
Productos alimenticios diversos	17,2	-49,2	-47,6	-55,8	-25,2	-51,6	31,4	-20,2	-12,4	177,1	17,1
Bebidas	-30,8	-97,4	2,5	-99,6	0,4	-56,6	40,2	-	286,8	20,0	-19,2
Tabaco	-21,2	54,9	-	-	-59,4	-38,5	-69,4	-	-	19,1	-23,8
Textiles	14,8	-11,3	125,2	-9,9	-11,3	-5,3	6,4	29,8	-41,5	-7,9	2,0
Prendas de vestir excepto calzado	-7,2	-12,4	39,8	-11,3	3,5	53,9	-4,2	999,8	-97,6	5,9	1,8
Cuero y sus productos	19,6	27,3	230,2	74,9	-31,1	121,7	11,7	163,4	37,1	1,8	25,6
Calzado excepto el de caucho vulcanizado	10,2	-45,5	163.568,0	8,3	-53,9	53,2	-23,6	-	-	-20,5	-11,5
Madera y sus productos excepto muebles	46,4	1.376,3	376,5	1.010,8	-15,6	58,7	-42,6	-	-97,9	1,9	37,1
Muebles y accesorios	40,0	-63,4	1.048,4	-33,0	10,4	139,5	-74,1	-	-	26,0	40,5
Papel y sus producto	-22,5	194,2	-6,4	57,6	0,6	12,9	3.593,7	-	20,0	-7,8	9,6
Imprentas, editoriales e industrias conexas	23,1	7,9	33,6	29,9	-21,6	80,8	-10,7	-45,3	-83,4	9,8	11,6
Sustancias químicas industriales	-50,3	-38,7	16,9	-16,7	-9,9	18,5	5,2	-98,0	-99,1	9,7	-16,3
Otros productos químicos	385,7	-32,0	43,7	-4,2	29,2	7,3	-25,5	-95,4	-34,1	42,0	48,0
Refinerías de petróleo	85,0	-7,9	-1,6	70,3	10,4	-81,1	-72,4	-	-	-74,0	-26,1
Productos derivados del petróleo	197,8	-	575,4	137,6	229,4	-10,5	-100,0	-	-	-65,6	-0,7
Productos de caucho	-11,0	-72,5	-99,7	382,8	5,2	-12,9	16,6	-97,6	-	-33,3	-3,2
Productos plásticos	30,5	12,7	150,4	-9,4	19,3	41,9	-25,8	216,3	-	10,8	24,6
Objetos de barro, loza y porcelana	11,9	204,4	-38,3	-20,2	-20,6	93,1	-48,4	-57,4	-71,3	-15,2	9,0
Vidrio y productos de vidrio	15,4	24,3	138,2	-32,9	-2,8	60,6	5.104,5	-	-28,5	2,4	8,9
Otros productos minerales no metálicos	18,3	98,6	235,3	-36,0	35,1	24,4	-35,2	-	22.317,9	16,7	19,9
Industrias básicas de hierro o acero	11,9	489,6	-83,2	-20,0	104,4	-45,3	-45,8	-90,3	-	68,8	14,6
Industrias básicas de metales no ferrosos	-64,6	-	-83,1	42,8	3,5	16,6	-58,3	-97,5	-	-37,0	-54,2
Productos metálicos excepto maquinaria	-20,9	2,9	13,8	-43,7	-5,2	107,1	-68,8	299,4	1.640,9	1,9	10,0
Maquinaria excepto la eléctrica	37,7	-16,0	84,3	11,9	-8,6	66,3	-38,0	-60,0	-	24,5	28,2
Maquinaria y aparatos eléctricos	-41,0	37,2	60,7	9,4	19,9	79,5	56,8	56,0	43,6	44,0	43,7
Equipo y material de transporte	-43,6	-8,6	-98,9	776,4	0,4	43,6	1.341,4	46.993,5	2.671,0	149,0	45,5
Equipo profesional y científico	-7,6	-28,8	4,1	-22,7	-17,6	68,4	134,7	-34,1	198,4	28,0	3,6
Otras industrias manufactureras	12,2	-5,4	56,7	9,9	15,0	59,3	-22,2	224,6	33,4	0,0	15,8
Total con esmeraldas	-2,4	-16,8	12,9	-0,4	10,8	47,5	2,2	-56,3	-32,0	4,7	7,0
Total sin esmeraldas	-0,8	-17,0	12,8	-0,4	10,9	47,5	2,6	-62,2	-10,5	6,7	8,5

^a Incluye esmeraldas.

Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo.

exportaciones no tradicionales y aumentaron 5,8% en el período. En contraste, las exportaciones del sector minero sin oro y esmeraldas, cayeron 4,2%, y si se incluyen estos productos el crecimiento negativo alcanzó el 33,2% debido a que, tanto esmeraldas como oro, disminuyeron fuertemente su nivel de ventas en el extranjero (57,3% y 85%, respectivamente).

- ❖ Estados Unidos sigue siendo el comprador más importante con que cuenta nuestro país. Durante los primeros seis meses del presente año, las exportaciones a este mercado alcanzaron US\$1.967,1 millones, con una participación de 35,9%. Venezuela se ubica como el segundo mercado en importancia puesto que, del total de exportaciones colombianas, el 11% tiene como destino el vecino país. Igualmente, estos dos países se ubican como los principales mercados para nuestros productos no tradicionales con participaciones del 26,3% y 21,4%, respectivamente.

IMPORTACIONES

- ❖ En lo corrido del año hasta el mes de junio, las importaciones realizadas en el país ascendieron a US\$7.907,9 millones CIF, monto superior en US\$863,2 millones al del valor observado en el primer semestre del año anterior. Este aumento significó un crecimiento de 14,4% en el volumen importado, equivalente a 7,6 millones de toneladas.
 - ❖ Teniendo en cuenta la distribución de las importaciones según uso o destino económico Cuode, en el transcurso de los primeros seis meses del presente año, las importaciones de materias primas y productos intermedios representaron el 42,2%, los bienes de capital y materiales de construcción el 38,7% del total de im-
- portaciones, y el restante 19% fue para los bienes de consumo.
- ❖ Las importaciones de materias primas y productos intermedios aumentaron 6,1%, al pasar de US\$3.145,5 millones CIF entre enero y junio de 1997 a US\$3.338,6 millones en 1998. Este crecimiento estuvo favorecido por las mayores compras de materias primas para la industria (8,2%), especialmente de productos alimenticios cuyo aumento fue de 26%. Igualmente resultó importante el incremento de 8,1% en las importaciones de materias primas para la agricultura.
 - ❖ Entre enero y junio, el valor CIF de las importaciones de bienes de capital y materiales de construcción alcanzó una cifra de US\$3.061,5 millones CIF, superior en 18,2% al valor registrado en igual período del año anterior. Sobresalió el aumento en las compras al exterior de equipo de transporte (25,7%) y de bienes de capital para la industria (19,4%) y, en menor medida, las compras de bienes de capital para la agricultura (3,7%).
 - ❖ Por su parte, las importaciones de bienes de consumo alcanzaron un valor CIF de US\$1.505,5 millones, es decir, 15,2% por encima de lo registrado en 1997 cuando el valor importado ascendió a US\$1.303,6 millones. Este comportamiento se explica por el dinamismo en las importaciones de bienes duraderos con un incremento de 27,1%, frente al aumento de 15,2% en los bienes no duraderos. Sobresalió el aumento cercano al 200% en la importación de armas y equipo militar, en respuesta a la mayor inversión del Estado para afrontar el conflicto armado interno.
 - ❖ De acuerdo con la clasificación Industrial Internacional Uniforme (CIIU), el sector industrial fue el más dinámico en su ritmo de importaciones al

Cuadro 11A. IMPORTACIONES REALIZADAS SEGUN CLASIFICACION CUODE
(Miles de dólares CIF y tasas de crecimiento)

Cuode	Enero - junio		Variación %
	1997	1998	Ene-jun 98/97
Bienes de consumo	1.306.646	1.505.520	15,2
No duraderos	773.644	828.064	7,0
Alimentos	323.594	315.405	-2,5
Bebidas	31.491	20.234	-35,7
Tabaco	8.699	12.833	47,5
Farmacéuticos y tocador	154.179	213.240	38,3
Confecciones	42.839	44.298	3,4
Otros no duraderos	212.843	222.055	4,3
Duraderos	533.002	677.456	27,1
Utensilios domésticos	24.476	23.782	-2,8
Objetos de adorno personal	50.506	61.327	21,4
Muebles para el hogar	40.984	41.789	2,0
Maq. y aparatos de uso doméstico	101.358	127.493	25,8
Vehículos de transporte particular	296.847	367.289	23,7
Armas y equipo militar	18.832	55.777	196,2
Materias primas y productos intermedios	3.145.505	3.338.553	6,1
Combustibles y lubricantes	207.958	159.479	-23,3
Materias primas para la agricultura	219.678	237.439	8,1
Alimentos para animales	76.871	89.460	16,4
Materias primas para la agricultura	142.807	147.979	3,6
Materias primas para la industria	2.717.869	2.941.635	8,2
Productos alimenticios	373.733	470.804	26,0
Productos agropecuarios no alimenticios	431.232	470.189	9,0
Productos mineros	741.926	813.885	9,7
Productos químicos y farmacéuticos	1.170.978	1.186.758	1,3
Bienes de capital	2.589.160	3.061.489	18,2
Materiales de construcción	205.374	177.374	-13,6
Bienes de capital para la agricultura	25.360	26.305	3,7
Máquinas y herramientas	11.815	12.766	8,0
Otro equipo para la agricultura	3.468	3.371	-2,8
Material de transporte y tracción	10.077	10.169	0,9
Bienes de capital para la industria	1.700.464	2.030.462	19,4
Máquinas y aparatos de oficina	405.288	461.061	13,8
Herramientas	31.979	42.857	34,0
Partes y accesorios de maquinaria industrial	145.114	120.748	-16,8
Maquinaria industrial	675.292	716.120	6,0
Otro equipo fijo	442.792	689.676	55,8
Equipo de transporte	657.961	827.349	25,7
Partes y accesorios de equipo de transporte	245.748	284.911	15,9
Equipo rodante de transporte	397.266	531.289	33,7
Equipo fijo de transporte	14.947	11.149	-25,4
Diversos	3.385	2.328	-31,2
Total	7.044.696	7.907.891	12,3

Fuente: Dane.

Cuadro 11B. REGISTROS DE IMPORTACION SEGUN USO O DESTINO ECONOMICO Y CARACTER DEL IMPORTADOR (Millones de dólares FOB y tasas de crecimiento) Enero - julio 1998

	Público			Privadas			Totales		
	1997	1998	Var. %	1997	1998	Var. %	1997	1998	Var. %
Bienes de consumo	48,8	48,3	-1,0	4.008,8	3.794,7	-5,3	4.057,6	3.843,0	-5,3
Duradero	35,8	33,0	-7,8	1.840,5	1.744,0	-5,2	1.876,3	1.777,0	-5,3
No duradero	13,0	15,3	17,7	2.168,3	2.050,7	-5,4	2.181,3	2.066,0	-5,3
Materias primas y productos intermedios	224,5	168,0	-25,2	4.840,1	5.732,4	18,4	5.064,6	5.900,4	16,5
Combustibles	166,0	127,1	-23,4	84,0	190,5	126,8	250,0	317,6	27,0
Para agricultura	1,9	3,9	105,3	529,9	796,6	50,3	531,8	800,5	50,5
Para industria	56,6	37,0	-34,6	4.226,2	4.745,3	12,3	4.282,8	4.782,3	11,7
Bienes de capital	383,3	331,2	-13,6	3.492,3	3.789,2	8,5	3.875,6	4.120,4	6,3
Materiales de construcción	23,9	3,3	-86,2	200,5	200,5	0,0	224,4	203,8	-9,2
Para agricultura	0,3	0,6	100,0	27,2	33,0	21,3	27,5	33,6	22,2
Para industria	227,4	243,3	7,0	2.313,6	2.509,4	8,5	2.541,0	2.752,7	8,3
Equipo de transporte	131,7	84,0	-36,2	951,0	1.046,3	10,0	1.082,7	1.130,3	4,4
Total importaciones	656,6	547,5	-16,6	12.341,2	13.316,3	7,9	12.997,0	13.863,8	6,7

Fuente: Instituto Colombiano de Comercio Exterior (Incomex),

registrar un aumento de 12% durante el primer semestre del presente año. Por otra parte, las importaciones de productos agropecuarios y mineros crecieron a tasas de 16,8% y 1,9%, respectivamente.

- ❖ El 70% de las importaciones colombianas se realizaron desde los mercados de Estados Unidos (35,3%), Venezuela (10,4%), Japón (5,7%), Alemania (5,1%), México (4,3%), Brasil (3,6%), España (2,9%) y Francia (2,5%).
- ❖ Las importaciones procedentes de Estados Unidos totalizaron US\$2.794,5 millones frente a US\$2.778,8 millones registrados en el primer semestre de 1997, lo que significó un aumento de 0,6% en las compras a este mercado internacional. En el caso de Venezuela, nuestras compras aumentaron 5,6% en el transcurso de los primeros seis meses de 1998, destacándose las importaciones de vehículos y aeronaves de peso superior a 15.000 kg.

BALANZA DE PAGOS

- ❖ Según fuentes oficiales, en 1997 la cuenta corriente de la balanza de pagos alcanzó un déficit cercano a los US\$5.700 millones. Un desbalance de US\$2.727,9 millones correspondió a la balanza comercial y US\$3.566,3 al déficit en la balanza de servicios. Adicionalmente, la cuenta de capital alcanzó una acumulación de US\$6.462,8 millones y el nivel de reservas internacionales llegó a US\$9.972,6 millones. En dicho año, la desacumulación de reservas fue de US\$30,1 millones.
- ❖ Para 1998, Fedesarrollo prevé que el déficit comercial ascenderá a US\$3.045 millones, situación que contribuirá enormemente al deterioro en la cuenta corriente. Esta última alcanzará un déficit cercano a US\$6.000 millones, cifra equivalente al 6,5% del PIB.
- ❖ El saldo negativo de la balanza comercial será el resultado de la disminución de 1,1% en el valor

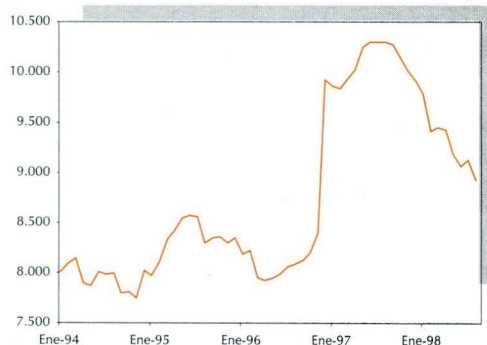
Cuadro 12A. BALANZA DE PAGOS
(Millones de dólares)

	1997	1998		Tasas de crecimiento	
		DNP	Fedesarrollo	97/96	98/97
Cuenta Corriente	5.682,4	-5.824,2	-5.754,0		
Balanza comercial	-2.727,9	-3.193,7	-3.045,0		
Exportaciones FOB	11.681,0	11.549,4	11.271,0	9,7	-1,1
No tradicionales	5.292,8	5.897,8	5.317,0	12,1	11,4
Tradicionales	6.388,2	5.651,6	5.954,0	7,7	-11,5
Hidrocarburos	2.707,3	2.356,5	2.740,0	-6,4	-13,0
Café	2.258,9	1.853,5	1.826,0	43,3	-17,9
Carbón	886,0	976,5	923,0	4,3	10,2
Ferrónquel	160,6	143,0	143,0	-5,0	-10,9
Oro	234,0	216,0	216,0	-12,7	-7,7
Esmeraldas	141,4	106,1	106,0	-19,0	-25,0
Importaciones FOB	14.408,9	14.743,1	14.316,0	12,6	2,3
Bienes de consumo	2.769,0	2.669,6	2.554,0	27,6	-3,6
Bienes intermedios	6.079,3	6.301,5	6.097,0	6,9	3,7
Bienes de capital	5.560,6	5.772,0	5.665,0	12,7	3,8
Balanza de servicios	-3.566,3	-3.206,5	-3.285,0		
Transferencias netas	611,8	576,0	576,0	15,1	-5,9
Cuenta de capital	6.462,8	4.335,9	4.382,0		
Capital de largo plazo	8.178,6	3.792,9	3.823,0		
Inversión directa neta y de cartera	6.648,3	3.363,7	3.227,0		
Endeudamiento externo neto	1.353,7	314,2	482,0		
Capital de corto plazo	-1.715,8	543,0	559,0		
Contrapartidas	-341,9	0,0	0,0		
Errores y omisiones	-408,4	0,0	0,0		
Cambio de reservas brutas	-30,1	-1.488,3	-1.373,0		
Reservas internacionales brutas	9.972,6	8.484,3	8.540,0	0,8	-14,9

Fuente: Banco de la República, Departamento Nacional de Planeación y Fedesarrollo.

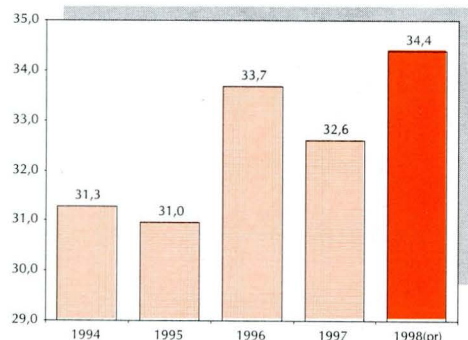
- ❖ de las exportaciones y del incremento de 2,3% en el valor de las importaciones. Las primeras, ascenderán a US\$11.271 millones en 1998 y las segundas, a US\$14.316 millones.
- ❖ Fedesarrollo estima que en el presente año la balanza de servicios disminuirá su déficit en US\$281 millones frente a 1997, como resultado del incremento cercano a los US\$120 millones en las transacciones petroleras al pasar de US\$622,8 millones en 1997 a US\$741 millones en 1998. Esta situación compensará el aumento en los saldos negativos de los servicios financieros y no financieros de la balanza de pagos.
- ❖ La cuenta de capital disminuirá su saldo en US\$2.081 millones con respecto a 1997. Esta situación será el resultado de la caída en la inversión directa neta y de cartera (pasará de US\$6.648 millones en 1997 a US\$3.227 millones en 1998) y la disminución en los niveles de endeudamiento externo neto del sector privado de largo plazo de US\$1.353,7 millones a US\$482 millones entre uno y otro período.
- ❖ Por su parte, la caída en la inversión extranjera será el resultado de la reducción en el nivel de ingresos por concepto de privatizaciones por un valor de US\$2.000 millones.

Gráfico 14A. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (US\$ millones)



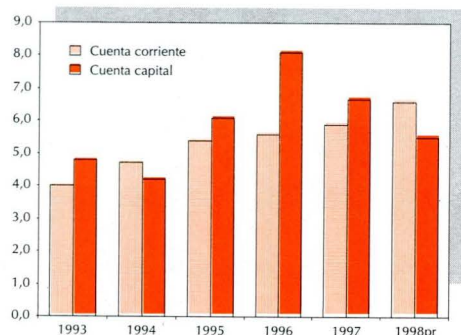
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 14B. DEUDA EXTERNA (% del PIB)



Fuente: Banco de la República y Fedesarrollo.

Gráfico 14C. CUENTA CORRIENTE Y CUENTA DE CAPITAL (% del PIB)



Fuente: Banco de la República y Fedesarrollo.

Cuadro 12B. INDICADORES GENERALES DE BALANZA DE PAGOS

	1996	1997	1998 Fedesarrollo
Devaluación real anual (%)	-9,5	8,7	5,9
Deuda externa total (millones US\$)	29.077,0	31.023,0	31.576,0
Deuda externa total/PIB (%)	33,7	32,6	35,7
Deuda externa neta (millones US\$)	19.132,9	21.089,0	23.035,9
Deuda externa neta/PIB (%)	22,2	23,2	26,0
Déficit corriente/PIB (%)	5,6	5,9	6,5
Transferencias/PIB (%)	0,6	0,6	0,7
Reservas en meses de importación	9,3	8,4	5,8
Importaciones/PIB (%)	14,9	15,0	16,2

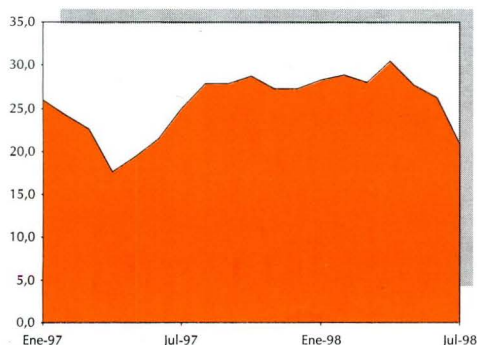
Fuente: Banco de la República y proyecciones de Fedesarrollo.

- ❖ Como consecuencia de lo anterior, se espera que en 1998 ocurra una desacumulación de reservas internacionales por valor de US\$1.373 millones, con lo que el saldo acumulado de reservas será de US\$8.540 millones. Este nivel de reservas internacionales cubrirá 5,8 meses de importaciones de bienes y servicios, muy inferior a los 8,4 meses que se observó en 1997.
- ❖ Las cifras oficiales del Departamento Nacional de Planeación proyectan un déficit en la cuenta corriente de US\$5.824,2 millones para 1998 y una desacumulación de reservas de US\$1.488,3 millones. Esto será el resultado de los saldos negativos en la balanza comercial de US\$3.193,7 millones y en la balanza de servicios de US\$3.206,5 millones.
- ❖ El saldo de la balanza comercial previsto para 1998 por el gobierno nacional, se explica por la reducción de 1% en el total de las exportaciones y el aumento de 2,3% en las importaciones totales. En contraste, el balance de la cuenta capital (US\$4.336 millones) será especialmente el resultado de la disminución en la inversión extranjera neta.

IV. Indicadores de la situación fiscal

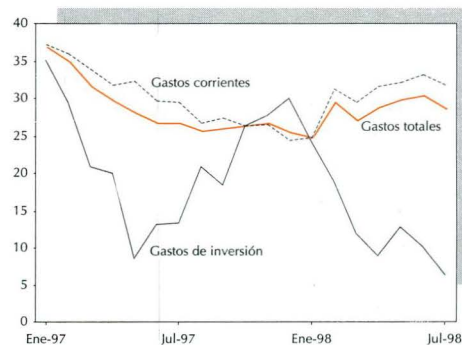
- ❖ Al finalizar 1997, el Consejo Nacional de Política Fiscal (Confis) registró un déficit de 3,7% del PIB para el Sector Público Consolidado y se espera un déficit de 3,8%, antes de ajuste, para el presente año.
- ❖ Como consecuencia del deterioro en las finanzas públicas, el Gobierno decidió implementar medidas de ajuste fiscal para el segundo semestre
- de 1998. Estas medidas incluyen recortes en el presupuesto y en el programa de pagos del Gobierno Nacional. Igualmente se tiene previsto un gran esfuerzo fiscal para obtener mayores ingresos tributarios en lo que resta del presente año.
- ❖ Entre enero y julio de 1998, el Gobierno Central alcanzó un déficit de \$4.684 miles de millones después de préstamo neto, resultado de un au-

Gráfico 15A. GOBIERNO CENTRAL: INGRESOS TOTALES (Crecimiento anual acumulado)
Enero 1997 - julio 1998



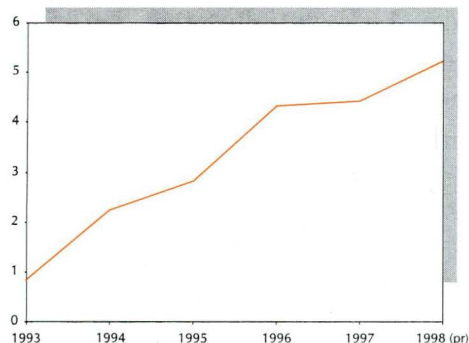
Fuente: Confis.

Gráfico 15B. GASTOS DEL GOBIERNO CENTRAL (Crecimiento anual acumulado)
Enero 1997 - julio 1998



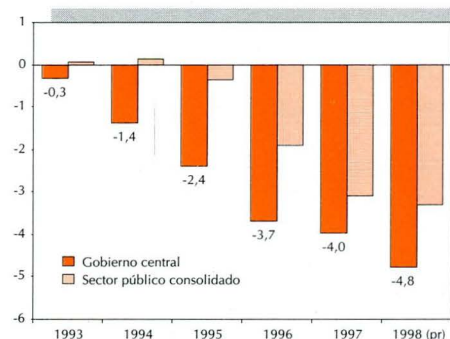
Fuente: Confis.

Gráfico 15C. DEFICIT DEL GOBIERNO CENTRAL, REGIONAL Y LOCAL (% del PIB)
1993 - 1998



Fuente: Confis

Gráfico 15D. FINANZAS DEL GOBIERNO CENTRAL Y DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO (% del PIB) 1993 - 1998



Fuente: Confis

Cuadro 13A. OPERACIONES EFECTIVAS DEL GOBIERNO CENTRAL

(Miles de millones de pesos corrientes)

	1997	Ene-jul 1998	Proyección	Variación %	
			1998	97/96	Ene-jul 98/97
Ingresos totales^a	15.283	9.598	17.223	26,8	14,6
Ingresos tributarios netos	13.148	8.703	15.193	29,3	21,3
Ingresos no tributarios ^a	2.134	895	2.031	62,6	-25,3
Pagos totales	19.584	14.158	23.636	27,5	28,3
Pagos corrientes	16.414	12.490	21.112	25,8	35,6
Intereses	2.485	2.587	3.810	32,3	112,0
Externos	652	476	850	39,5	40,2
Internos ^b	1.811	2.111	2.961	28,3	139,8
Otros	13.930	9.787	17.302	24,7	23,8
Servicios personales	2.848	1.962	3.531	24,1	29,7
Transferencias	9.753	6.972	12.436	21,6	21,1
Gastos generales ^c	1.329	853	1.335	55,7	34,3
Pagos de Capital	3.169	1.668	2.374	36,8	-12,8
Ahorro corriente	-1.132	-2.892	-3.889	11,1	-140,3
Déficit/superávit sin préstamo neto	-4.301	-4.560	-6.413	29,8	63,9
Prestamo neto	203	123	278	-51,5	-8,8
Déficit/superávit^a	-4.504	-4.684	-6.691	20,6	67,4
Financiamiento	4.504	4.684	6.691	20,6	-
Crédito externo neto	1.084	2.015	2.573	0,4	-
Mediano y largo plazo	1.084	2.015	2.573	0,4	-
Desembolsos	1.890	2.650	3.635	3,8	-
Amortizaciones	806	635	1.062	8,9	-
Corto plazo neto	0	0	0	-	-
Crédito interno neto	3.518	2.487	3.455	96,4	-
Desembolsos	6.919	5.367	7.284	78,6	-
Amortizaciones	3.401	2.880	3.829	63,3	-
Amortizaciones	706	0	0	-5,4	-
Otros recursos	-803	182	662	-786,4	-
Déficit o superávit / PIB	-4,0	-	-4,8	-	-
Déficit o superávit después de privatizaciones	-3,3	-	-4,8	-	-

^a Incluye cuenta especial de cambios.

^b Incluye intereses TAN.

^c Incluye compra de equipo militar (crédito de proveedores).

Fuente: Confis.

Cuadro 13B. SUPERAVIT O DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO
(Miles de millones de pesos y % del PIB)

	1996		1997		1998	
	Déficit/superávit	% del PIB	Déficit/superávit	% del PIB	Déficit/superávit	% del PIB
Sector eléctrico	-57	-0,1	-257	-0,2	-352	-0,3
Ecopetrol	-265	-0,3	-308	-0,3	256	0,2
Carbocol	14	0,0	64	0,0	67	0,0
Telecom	65	0,1	210	0,2	345	0,3
Metro Medellín	124	-0,1	-22	-0,1	39	0,1
Resto de entidades descentralizadas	-106	-0,1	142	0,1	128	0,1
Seguridad social	2.057	2,3	1.493	1,4	1.397	1,0
Regional y local	-166	-0,2	-1.036	-1,0	-64	-0,1
Entidades no incluidas	104	0,1	46	0,1	252	0,2
Fondo Nacional del Café	82	0,1	181	0,2	165	0,1
Gobierno Nacional	-3.353	-3,8	-4.504	-4,0	-6.691	-4,8
Gobierno Nacional + Regional	-3.519	-3,9	-5.540	-5,0	-6.755	-5,1
Total	-1.749	-2,0	-3.992	-3,7	-4.458	-3,3
Total sin Seguro Social	-3.806	-4,3	-5.485	-5,0	-5.855	-4,4

Fuente: Confis.

- mento cercano al 30% en los pagos totales frente a 15% de incremento en los ingresos.
- ❖ En el transcurso de los primeros siete meses del año, los ingresos del Gobierno Central sumaron \$9.598 miles de millones, cifra superior en 14,6% a la registrada en el mismo período de 1997.
- ❖ Por su parte, los pagos totales se incrementaron en 28,3% con respecto al período enero-julio del año anterior, debido especialmente al aumento de 140% en los pagos correspondientes a intereses por deuda interna. Igualmente significativo fue el crecimiento de 40,2% en los pagos de intereses externos y de 34,3% en los gastos generales, lo que llevó a que los pagos corrientes del Gobierno aumentaran 35,6%.
- ❖ Por otro lado, los pagos de inversión alcanzaron un monto de \$1.668 miles de millones, cifra que representa una caída de 12,8% con respecto a los primeros siete meses de 1997.
- ❖ Hasta el mes de julio, el déficit del Gobierno Central se financió en 53% con crédito externo y en 43% con crédito interno. El 4% restante tuvo como fuente de financiamiento otro tipo de recursos, dado que no se registraron privatizaciones.
- ❖ El Confis espera que al finalizar el presente año, el déficit del Gobierno Central alcance \$6,9 miles de millones antes de ajuste, cifra que representaría el 5,2% del PIB. Con los ajustes, se prevé que el desbalance en las cuentas fiscales se reduzca a 4,8% del PIB. Para el sector público consolidado se espera que el déficit alcance el 3,3% del PIB.
- ❖ Existen limitaciones para financiar el déficit del Gobierno Central con recursos externos e internos. En el primer caso, la crisis Asiática y las dificultades económicas en Rusia han generado tensiones en los mercados internacionales de crédito. En el frente interno, la financiación será compleja debido a la dificultad en la colocación de TES como resultado de la iliquidez del mercado.

V. Situación monetaria y financiera

- ❖ Desde el inicio del segundo trimestre del presente año, las autoridades monetarias iniciaron una fuerte política de control de la liquidez en el mercado monetario para evitar, de esta manera, los fuertes ataques especulativos que se estaban ejerciendo contra la banda cambiaria. Sin embargo, el Gobierno también ha tenido la intención de flexibilizar la liquidez utilizando mecanismos como las operaciones Repos con el fin de reducir las tasas de interés.
- ❖ Una vez se conoció la nueva propuesta de ajuste fiscal, el Banco de la República acordó bajar en 3 puntos porcentuales el corredor de la base monetaria vigente en el presente año.
- ❖ Como resultado de los diferentes controles ejercidos por las autoridades monetarias del país, en lo corrido del año los agregados monetarios se han reducido notablemente frente a los ritmos de crecimiento de 1997. En efecto, entre enero y agosto la base monetaria registró un descenso de 11,7% frente a 25% que se observó en diciembre de 1997. Consecuente con este comportamiento de la base, la caída de los medios de pago se ubicó en 21,1% para los primeros ocho meses

Cuadro 14A. OFERTA MONETARIA
(Tasas anuales de crecimiento)

	Diciembre	Agosto		Enero-agosto
	1997	1997	1998	98/97
Indicadores^a				
Base monetaria	25,0	14,8	10,3	-11,7
Efectivo ^b	26,6	24,5	10,5	-19,8
Reserva bancaria	23,5	7,9	10,2	-3,7
Liquidez secundaria	12,5	93,3	-18,5	-50,4
Medios de pago	21,7	24,1	4,7	-21,1
Efectivo en poder del público	26,6	24,4	10,5	-19,8
Cuentas corrientes	19,0	24,9	1,4	-21,9
Cuasidineros ^c	26,3	32,2	26,3	14,7
Oferta monetaria ampliada (M2) ^c	25,1	30,5	21,6	5,7
Coeficientes				
Multiplificador monetario	1,3	1,2	1,2	-10,7
Efectivo/cuentas corrientes	0,6	0,4	0,3	-47,4
Reserva/cuentas corrientes	0,6	0,5	0,4	-36,8
Cuasidineros/M1	3,0	3,6	4,3	45,4

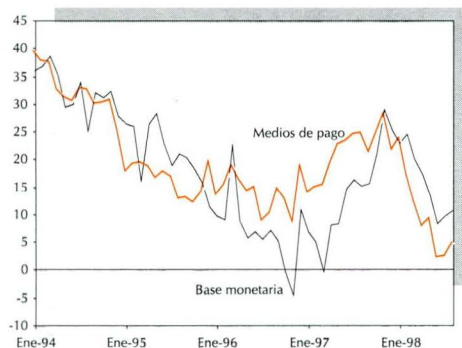
^a Tasas de crecimiento anual con base en el saldo del último día del mes.

^b Incluye depósitos de particulares en Banco de la República.

^c Incluye depósitos de ahorro y a término en el sistema bancario y en las corporaciones financieras y depósitos totales en las CAV.
A partir de enero de 1992 se incluyen las captaciones de las compañías de financiamiento comercial.

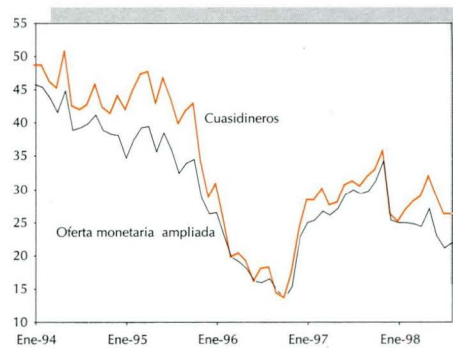
Fuente: Banco de la República

Gráfico 16A. PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS (Tasas anuales de crecimiento)
Enero 1994 - agosto 1998



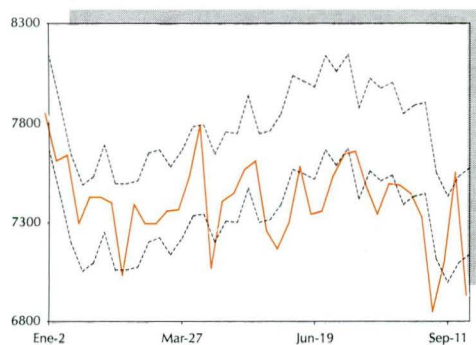
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 16B. PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS (Tasas anuales de crecimiento)
Enero 1994 - agosto 1998



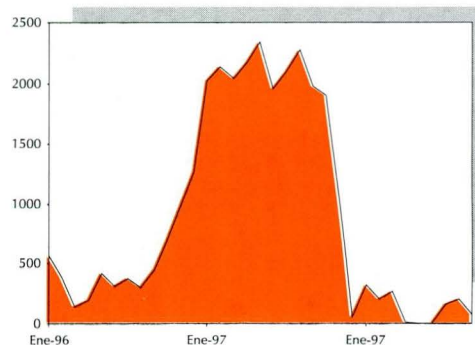
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 16C. CORREDOR DE LA BASE MONETARIA (Miles de millones de pesos)
Enero 1997 - septiembre 1998



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 16D. SALDO MENSUAL DE OMAS (Miles de millones de pesos)
Enero 1996 - septiembre 1998



Fuente: Banco de la República.

del año, crecimiento inferior en 0,6 puntos porcentuales al observado en el mes de diciembre anterior.

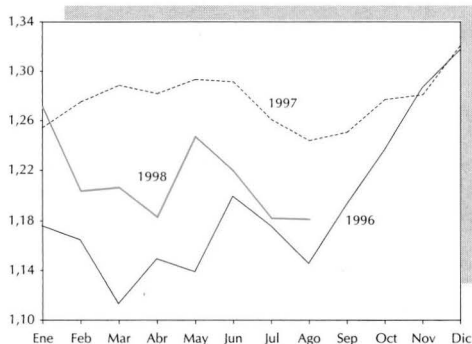
- ❖ Durante el mes de agosto, la base monetaria aumentó 10,3%, 4,5 puntos porcentuales por debajo de lo registrado en el mismo mes de 1997, debido a que el efectivo se redujo en catorce puntos porcentuales en el mismo período. No obstante, el relativo aumento de las reservas

bancarias (10,2% en 1998 frente a 7,9% en 1997) evitó una mayor caída en la base monetaria. Adicionalmente, la caída en las reservas internacionales por valor de US\$207 millones durante el octavo mes del año, contribuyó a este resultado.

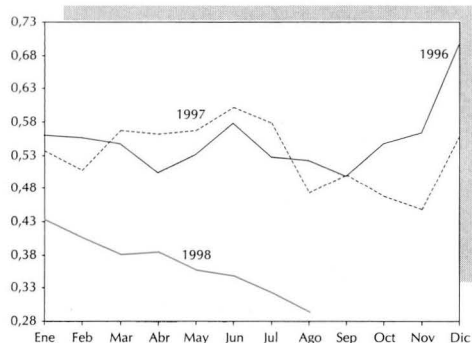
- ❖ Sobresale el fuerte descenso en la liquidez secundaria, definida como los medios de pago menos la base monetaria. Esta pasó de 93,3% de crecimiento en agosto del año anterior a -18,5%

Gráfico 17. COEFICIENTES MONETARIOS
Enero 1996 - agosto 1998

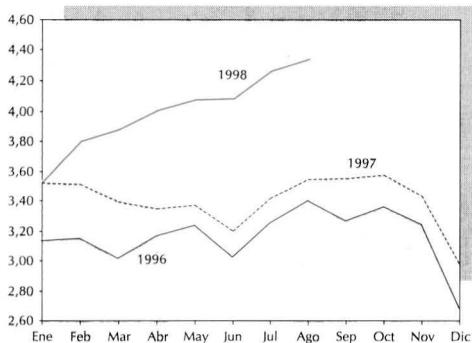
A. Multiplicador monetario



B. Relación efectivo/cuentas corrientes



C. Relación cuasidineros/medios de pago



Fuente: Banco de la República.

en el mismo mes del presente año, en respuesta a las medidas de control de liquidez por parte de las autoridades monetarias.

- ❖ Igualmente, es notorio el decrecimiento cercano a los veinte puntos porcentuales en los medios de pago, debido a la desaceleración en los saldos de sus dos componentes. Por un lado, el efectivo en poder del público pasó de 24,4% en agosto del año pasado a 10,5% en este año y, por otra parte, las cuentas corrientes cayeron de 24,9% a 1,4%, entre uno y otro período, respectivamente.
- ❖ En lo corrido del año hasta el mes de agosto, la liquidez secundaria sigue siendo el agregado monetario de menor crecimiento. En efecto, este indicador pasó de \$2.661 billones en diciembre de 1997 a \$1.332 billones en agosto del presente año, cifra que representa una caída de 50,4%.
- ❖ En este mismo período, la base monetaria cayó 11,7% y los medios de pago lo hicieron en

Cuadro 14B. TASA EFECTIVA DE INTERES Y MARGEN DE INTERMEDACION

Fin de	Captación	Colocación	Margen de intermediación
1994	37,90	44,99	7,09
1995	33,42	44,23	10,81
1996	31,15	42,05	10,90
1997	24,13	34,26	10,13
1998			
Enero	24,58	34,08	9,51
Febrero	25,04	34,52	9,48
Marzo	27,97	37,19	9,22
Abril	29,87	40,51	10,65
Mayo	32,03	39,73	7,70
Junio	36,56	50,47	13,91
Julio	36,83	44,10	7,27
Agosto	35,01	41,21	6,20
Septiembre	34,98	48,98	14,00

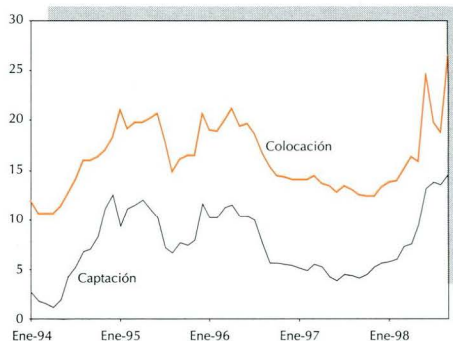
Fuente: Banco de la República.

21,1%. En contraste, los cuasidineros aumentaron en 14,7% y la oferta monetaria ampliada lo hizo en 5,7%.

TASAS DE INTERES Y MARGEN DE INTERMEDIACION

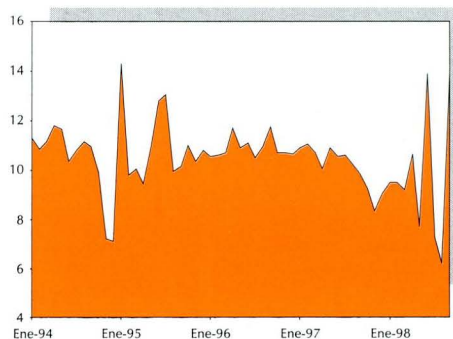
- ❖ El efecto más notorio de la política llevada a cabo por las autoridades monetarias con el fin de defender el mercado cambiario, se ha reflejado en el comportamiento alcista de las tasas de interés. Igualmente significativo ha sido el efecto de la demanda de recursos domésticos para financiar el desbalance en las finanzas públicas.
- ❖ Entre enero y septiembre, la tasa de captación DTF a tres meses aumentó cerca de 11 puntos porcentuales y la tasa de colocación lo hizo en 15,63 puntos, situación que llevó a que el margen de intermediación financiera pasara de 9,03% a 14% entre uno y otro período, respectivamente.
- ❖ En el mes de septiembre, la tasa DTF promedio logró reducirse ligeramente y se ubicó en 34,98%. Sin embargo, no ocurrió lo mismo en el caso de la tasa de colocación, debido a que entre agosto y septiembre se incrementó en 7,8 puntos porcentuales. Precisamente este comportamiento llevó a que el margen de intermediación financiera creciera de 6,2% en agosto a 14% en septiembre, lo que refleja claramente las dificultades de liquidez en el mercado monetario.
- ❖ Al finalizar el mes de septiembre, la tasa interbancaria logró estabilizarse nuevamente al rededor del 30%. Sin embargo, en la última semana del mes, ésta se incrementó en cerca de seis puntos porcentuales con respecto a la semana anterior, a pesar de las expectativas en torno a la posibilidad de reducción del encaje a los CDT y las cuentas de ahorro.

Gráfico 18A. TASA REAL DE INTERES DE CAPTACION Y COLOCACION (Ene 1994 - sep 1998)



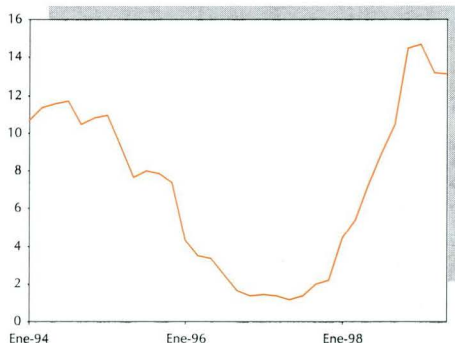
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 18B. MARGEN DE INTERMEDIACION Enero 1994 - septiembre 1998



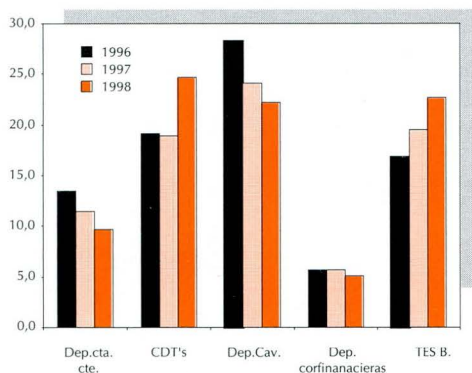
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 18C. DIFERENCIAL DE INTERESES CORREGIDO POR PENDIENTE DE BANDA CAMBIARIA (Enero 1996 - septiembre 1998)



Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 19. PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS A AGOSTO (Distribución porcentual)



Fuente: Banco de la República.

- ❖ Por otra parte, las tasas de captación de los CDT no han caído al mismo ritmo de la tasa interbancaria, debido a la incertidumbre que las entidades financieras perciben respecto de la liquidez del mercado. La tasa de captación fue 43,27% durante la primera semana de septiembre y ascendió a 52,52% en la segunda semana del mes.
- ❖ Como resultado de esta tendencia alcista en las tasas de interés, la inversión productiva en sectores como la construcción y la industria, se ha visto seriamente afectada. Adicionalmente, el mismo sector financiero ha tenido que afrontar graves consecuencias, reflejadas especialmente

Cuadro 14C. PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS
(Miles de millones de pesos y tasas anuales de crecimiento)

	Agosto		Variación %		
	1997	1998	97/96	98/97	Ene-ago 98/97
Efectivo en poder del público	2.968	3.281	24,4	10,5	-19,5
Sistema financiero	34.226	41.804	35,9	22,1	8,7
Depósitos en cuenta corriente ^a	5.275	5.349	24,9	1,4	-21,9
Depósitos de ahorro	5.637	6.490	48,5	15,1	-0,5
Certificados de depósito a término	8.719	13.656	44,6	56,6	43,5
Bancos	6.899	11.208	50,4	62,5	47,7
Corporaciones financieras	1.820	2.448	26,2	34,5	15,6
Depósitos CAV	11.100	12.334	25,3	11,1	4,2
Captación cías. de financ. comercial	2.633	2.842	47,7	7,9	8,9
Cédulas hipotecarias	862	1.133	73,8	31,4	0,3
Sector público	9.477	13.188	61,2	39,2	30,5
Certificados eléctricos valorizables y TER	27	119	-74,4	340,7	-
T.E.S. B	8.961	12.580	69,4	40,4	30,9
Títulos cafeteros y otros	488,9	489,0	0,9	0,0	0,0
Banco de la República	2.376	430	549,8	-81,9	-26,5
Certificados de cambio	1	1	-44,4	100,0	5,9
Operaciones de mercado abierto	2.271	3	649,0	-99,9	-94,1
Títulos de participación	2.271	3	649,0	-99,9	-94,1
Títulos canjeables ^b	0	0	-	-	-
Operaciones repos	0	283	-	-	-27,7
Títulos de fomento	0	0	-	-	-
Otras operaciones con títulos	104	143	69,1	37,5	-

^a Incluye únicamente depósitos en cuenta corriente en el sistema bancario.

^b Resolución 66/86 y Resolución 72/88 de la Junta Monetaria, Inversiones canjeables Res 52/91.

Fuente: Banco de la República.

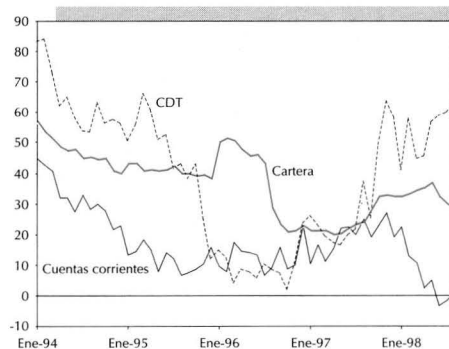
en la calidad de la cartera. En efecto, en los meses de agosto y septiembre se ha hecho evidente el deterioro en este indicador como resultado de la baja capacidad de pago de los deudores del sistema financiero.

PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS

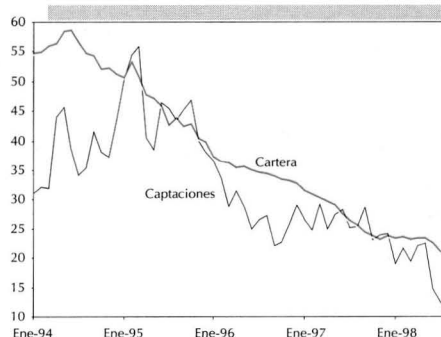
- ❖ Durante el octavo mes del año, todos los activos financieros se vieron fuertemente reducidos, en especial los del Banco de la República que pasaron de un crecimiento de 550% en agosto de 1997 a una disminución de 82% en el mismo mes del presente año.
- ❖ Teniendo en cuenta la participación de los activos en el total, sobresale el aumento en los CDT de bancos y corporaciones financieras y los TES tipo B del sector público. En contraste, los depósitos en cuentas corrientes y los depósitos de las CAVs redujeron su participación.
- ❖ Entre enero y agosto, los activos del sector financiero crecieron 8,7%, resultado del aumento en los CDTs de bancos y corporaciones (43,5%) y la captación de las compañías de financiamiento comercial. Sobresale la caída cercana a 22 puntos porcentuales en los depósitos en cuenta corriente.
- ❖ Por su parte, los activos del sector público aumentaron 30,5% entre enero y agosto del presente año. Los TES clase B, hicieron la mayor contribución a la variación de este indicador al aumentar 30,9%. En contraste, los activos del Banco de la República cayeron 26,5% en el mismo período, debido fundamentalmente a la disminución de 94,1% en las operaciones de mercado abierto que pasaron de un saldo de \$53.831 miles de millones en diciembre de 1997 a tan sólo \$207 miles de millones en agosto y, más aún, a \$73 mm en septiembre del presente año.

Gráfico 20. EVOLUCION DE CAPTACIONES Y CARTERA (Tasas anuales de crecimiento)
Enero 1994 - agosto 1998

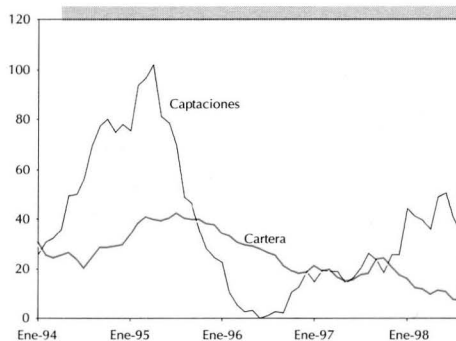
A. Bancos



B. Corporaciones de ahorro y vivienda



C. Corporaciones financieras



Fuente: Banco de la República.

VI. Indicadores de precios

- ❖ El comportamiento del índice de precios al consumidor registrado en los últimos tres meses, permite prever que, aunque no se alcanzará la meta de inflación del 16%, sí podrá acercarse a este valor.
- ❖ Durante el mes de septiembre, el IPC creció 0,29%, resultado que conduce a un acumulado de 15,03% en lo corrido del año hasta el noveno mes. Para los últimos doce meses, la inflación llegó a 17,8%.
- ❖ Este comportamiento favorable de los precios se explica por las mayores cosechas de alimentos como resultado de la estabilización del ciclo de lluvias en las zonas productivas del país. En efecto, el rubro de los alimentos fue el único que disminuyó (-1,5%) durante el mes.
- ❖ Exceptuando los alimentos y el transporte, los demás rubros registraron aumentos por encima del promedio nacional durante el mes de septiembre. Educación presentó el mayor aumento con 1,7%, resultado del crecimiento observado en diferentes zonas del país en donde el período escolar se inicia en el noveno mes del año. El comportamiento de este rubro responde al incremento de 2,9% en las pensiones, 1,3% en las matrículas y 2,2% en los textos escolares.
- ❖ En lo que va corrido del año solamente los rubros de vestuario y vivienda se ubicaron por debajo del promedio nacional, con incrementos de 6,1% y 12,4%, respectivamente.
- ❖ Entre enero y septiembre, los productos que han realizado mayor contribución a la variación total del índice son el alquiler de vivienda con un aporte de 2,35 puntos porcentuales y la carne de res con una contribución de 1,16 puntos.
- ❖ En los últimos doce meses, la inflación nacional se ubicó en 17,8%, tasa inferior en 0,2 puntos porcentuales a la registrada en septiembre de 1997. En este mismo período, los sectores de mayor aumento en los precios fueron Transporte (21%), seguido por Salud (20,4%) y Alimentos (20,3%). En contraste, los precios del vestuario han registrado el menor crecimiento al ubicarse en 8,3%.

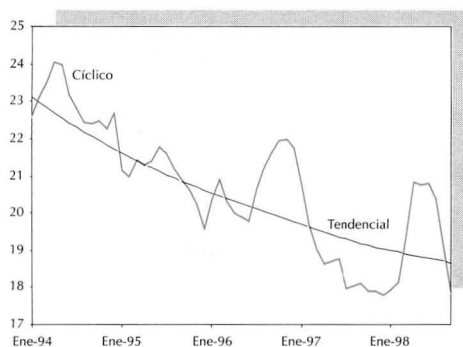
Cuadro 15A. INFLACION POR SECTORES (%)

	Año Completo			Septiembre 1998		
	1995	1996	1997	Mensual	Año corrido	Año completo
Total nacional	19,5	21,6	17,7	0,3	15,0	17,8
Alimentos	16,2	18,3	16,4	-1,5	17,6	20,3
Vivienda	21,6	24,0	17,6	1,2	12,4	15,6
Vestuario	12,6	11,0	9,4	0,4	6,1	8,3
Salud	23,1	22,2	21,5	0,7	18,8	20,4
Educación	25,9	36,7	22,8	1,7	18,2	18,4
Transporte	17,6	20,0	21,3	0,3	17,0	21,0
Varios	23,4	18,9	18,2	1,3	15,7	19,9

Fuente: Dane.

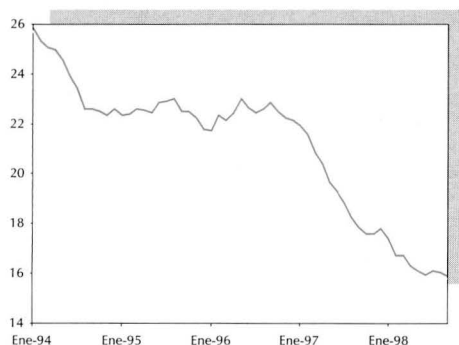
- ❖ Por su parte, la inflación básica que corresponde a la inflación total excluyendo alimentos, servicios de transporte y comunicaciones, combustibles y servicios y gasolina para carro, registra una tendencia descendente desde el cuarto trimestre del año anterior y actualmente se ha estabilizado al rededor del 15% y posiblemente siga disminuyendo en respuesta a la mayor desaceleración de la demanda interna.
- ❖ De acuerdo con la información suministrada por el Banco de la República, el Índice de precios al Productor aumentó 0,03% durante el mes de septiembre y en lo corrido del año, se sitúa en 12,5%. Consecuentemente con lo ocurrido en el caso del IPC, los productos agrícolas contribuyeron enormemente al comportamiento positivo de los precios al registrar una disminución cercana al 2% durante el mes de septiembre.

Gráfico 21A. INFLACION: COMPONENTES CICLICO Y TENDENCIAL Enero 1994 - septiembre 1998



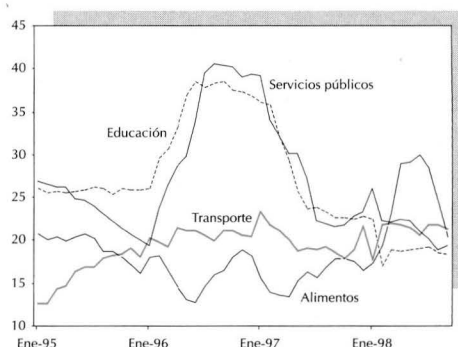
Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 21B. INFLACION BASICA* Enero 1994 - septiembre 1998



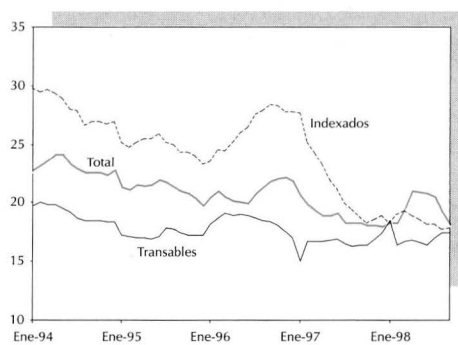
*Inflación básica: inflación excluyendo alimentos, servicios de transporte y comunicaciones, combustibles y servicios, y gasolina para vehículo.
Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo con base en metodología del DNP.

Gráfico 21C. INFLACION POR SECTORES Enero 1995 - septiembre 1998



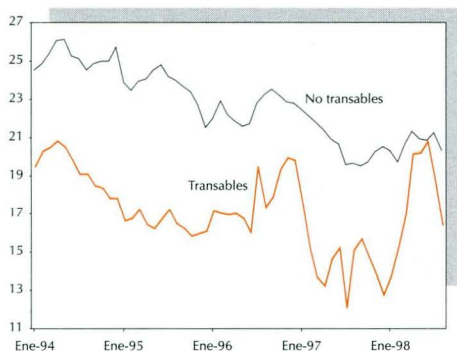
Fuente: Dane.

Gráfico 21D. INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (Variación anual) Ene 1994 - sep 1998



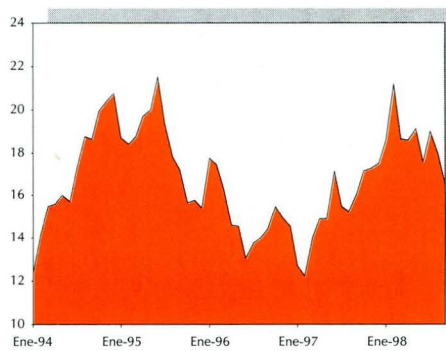
Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 21E. INFLACION POR TIPO DE BIENES
Enero 1994 - septiembre 1998



Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

Gráfico 21F. IÍNDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR
Enero 1994 - septiembre 1998



Fuente: Banco de la República.

- ❖ Adicionalmente, los productos de origen minero también disminuyeron (6,8%) como resultado de la caída de 8,9% en los precios de petróleo, gas y carbón. Por su parte, los productos de origen industrial crecieron 1% en el mes.
- ❖ En lo corrido del año hasta el mes de septiembre, el sector de agricultura, caza y pesca fue el de mayor aumento (14,23%), seguido por la industria

manufacturera cuyo aumento fue de 12,80%. En contraste, la minería cayó en 17,5% frente a los primeros nueve meses del año anterior.

- ❖ Los precios de la carne, del ganado mayor y de las hortalizas, fueron los que más contribuyeron a la variación total del IPP en lo corrido del año hasta el mes de septiembre con aportes de 1,67, 1,62 y 0,91 puntos porcentuales, respectivamente.

Cuadro 15B. ÍNDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR^a
(Tasas anuales de crecimiento)

	Total	Procedencia de los bienes			Uso o destino económico de los bienes ^b				
		Producidos y consumidos	Importados	Exportados	Exportados sin café	Consumo intermedio ^c	Consumo final ^c	Formación de capital	Materiales de construcción
Diciembre									
1996	14,6	15,8	6,1	7,5	9,9	12,5	17,9	11,8	14,4
1997	17,5	17,7	15,9	36,5	21,8	16,6	19,3	13,3	17,5
Septiembre									
1997	18,6	17,1	8,4	23,5	10,3	14,7	19,5	8,9	13,2
1998	16,5	16,7	14,7	5,9	21,9	14,9	18,9	16,0	13,4

^a A partir de enero de 1991, el índice de precios al productor reemplaza al índice de precios al por mayor del comercio en general.

^b Adaptación del Banco de la República de los grupos según uso o destino económico, utilizados por la Cepal.

^c Denominado materias primas en el IPM.

Fuente: Banco de la República.

Análisis Coyuntural

Inseguridad, violencia y actividad económica

Jesús Antonio Bejarano

Identificación de un modelo ARIMA cuando existen observaciones faltantes

Elkin Castaño

Valoración contingente para la creación de la reserva "Shangri-la", en la VIII región

Arcadio Cerda

Mercedes Riofrio

Fernando Vial

El dinero en el modelo Arrow-Debreu bajo incertidumbre

Francisco Lozano Gerena

Sergio Monsalve Gómez

Edgar Villa Pérez

Necesidad e importancia de las matemáticas en las Ciencias Económicas

Juan A. Viedma Castaño

Indicadores

Reseñas

LECTURAS DE ECONOMIA

**Departamento de Economía
Centro de Investigaciones Económicas -CIE-
Facultad de Ciencias Económicas
Universidad de Antioquia**

47

Julio-Diciembre 1997

CORRESPONDENCIA, CANJE Y SUSCRIPCIONES

Lecturas de Economía. Facultad de Ciencias Económicas. Universidad de Antioquia.
Apartado 1226. Teléfonos : 210 58 42 y 210 58 44. Fax : (574) 233 12 49
Medellín. Colombia. Suramérica.

Análisis Coyuntural

I. LA COYUNTURA FISCAL

A. Consideraciones generales

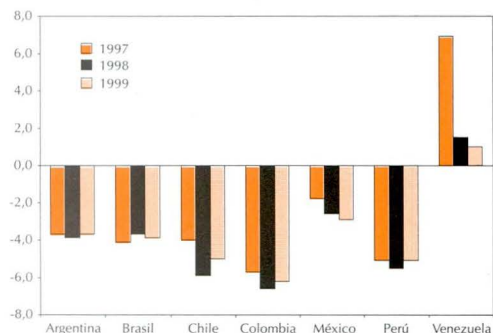
Es un hecho que la economía colombiana está atravesando por una situación crítica. La presión que el desequilibrio de las finanzas públicas ha generado sobre el financiamiento doméstico y el ataque especulativo que se ha dado contra el peso a lo largo de este año han causado un incremento en las tasas de interés, que ha afectado negativamente la demanda y ha puesto en serios aprietos al sistema financiero.

El principal problema que enfrenta la economía colombiana en la actualidad es el desequilibrio de dos de sus variables fundamentales: las finanzas públicas y las cuentas externas. En efecto, para 1998 se estima que, incluso después del ajuste fiscal, el déficit del sector público consolidado pasará de 3,8% del PIB a 3,3% y el déficit del Gobierno Central se reducirá de 5,2% del PIB a 4,8%. Por su parte, el desbalance externo alcanzará un nivel de 6% del PIB.

Como se observa en los Gráficos 1 y 2, Colombia sobresale entre los países grandes de América Latina como el país que tendrá este año el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos más alto y, después de Brasil, como la economía con un mayor déficit en sus cuentas fiscales.

Esta precaria situación de la economía colombiana se torna más dramática a la luz de los recientes desarrollos de la crisis financiera mundial. Por una parte, la situación financiera internacional ha obligado a la mayoría de las economías emergentes a devaluar sus monedas con el consecuente efecto que esto tiene, en particular para las exportaciones colombianas. Por otra parte, los signos de recesión que ya se empiezan a percibir como resultado del colapso de la economía rusa y la crisis de los países asiáticos, llevan a prever una caída sustancial en los precios de productos básicos como el café y el petróleo. Adicionalmente, la implicación más importante de la crisis mundial es que las condiciones de acceso a crédito externo serán cada vez más difíciles.

Gráfico 1. CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS



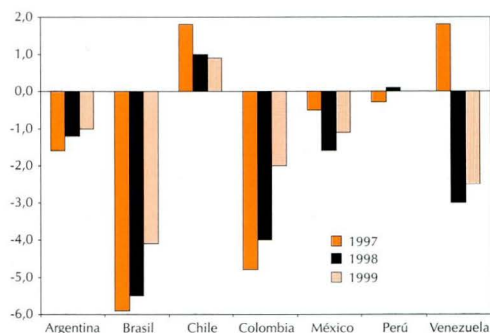
Fuente: Cepal y Banco Mundial.

En estas condiciones, las autoridades económicas colombianas enfrentan un serio desafío: corregir los desbalances fiscal y externo, y al mismo tiempo hacer frente a los efectos negativos de la crisis financiera internacional sobre la economía.

Este documento se concentra, en particular, sobre el análisis de la coyuntura fiscal, teniendo en cuenta su importancia para el desempeño futuro de la economía colombiana. Sólo a través de esta vía podrá bajar el nivel de la tasa de interés, con el consecuente efecto positivo sobre la actividad económica, podrá traducirse en una devaluación real la reciente devaluación nominal, y se neutralizarán los ataques especulativos contra el peso.

El ajuste fiscal propuesto por el gobierno, que se discutirá en las siguientes secciones, podría resumirse en los siguientes términos. En primer lugar, el paquete de reformas se compone de un programa de corto plazo, que comprende las medidas que reducirán el déficit en 1998, de un paquete de medidas de mediano plazo que corregirán el desbalance para 1999, y de las llamadas "reformas complementarias". En segundo lugar, el ajuste se da fundamentalmente a través de los cambios en las cuentas

Gráfico 2. DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO



Fuente: Cepal y Banco Mundial.

fiscales del gobierno central. Finalmente, la mayor parte del ajuste se hace vía mayores ingresos y sólo marginalmente vía reducciones en el gasto público. Este último hecho reviste especial importancia en la medida en que algunos economistas consideran que es el gasto (y no el déficit) la variable relevante tanto para el análisis del crecimiento económico como para el de la evolución de la tasa de cambio.

El ajuste propuesto para 1998 es relativamente menor (0,39% del PIB) y comprende principalmente un recorte en gastos del Gobierno Central que asciende a 0,22% del PIB. El ajuste propuesto para 1999, consistente en una reducción del déficit del Gobierno Central de 1,3% del PIB, se da principalmente vía mayores ingresos tributarios (0,98% del PIB) y en menor medida a través de un recorte del gasto. El proyecto de reforma tributaria presentado inicialmente al Congreso proponía que estos mayores recaudos para 1999 se generaran a través de cambios en el IVA, pero posteriormente la propuesta ha sido objeto de varias modificaciones. En efecto, la primera de estas modificaciones determinó que los mayores ingresos provendrían de impuestos directos (al patrimonio y renta), los cuales

generarían aproximadamente 0,82% del PIB, y sólo en forma marginal se derivarían de modificaciones al IVA. Dada la oposición que generó en particular el impuesto al patrimonio, el proyecto ha vuelto a considerar la emisión de bonos para sustituir un tributo de esta naturaleza.

B. El escenario fiscal

El escenario en materia fiscal es cada vez más complejo por la confluencia de dos factores: el carácter estructural del desequilibrio de las finanzas públicas colombianas y la existencia de serias dificultades para financiar este desequilibrio.

El problema estructural de las finanzas públicas se deriva, por una parte, del hecho de que durante esta década la economía colombiana ha pasado por un proceso en el que el gasto público ha aumentado de manera importante, mientras el recaudo tributario no lo ha hecho al mismo ritmo. En efecto, de acuerdo con cifras del gobierno, entre 1991 y 1997 el gasto total del Gobierno Nacional se incrementó en 6,4 puntos del PIB, mientras los ingresos sólo aumentaron 2 puntos del PIB.

Por otra parte, el sistema fiscal no está orientado a racionalizar el gasto público de acuerdo con la restricción presupuestal que imponen los ingresos y no tiene en cuenta criterios de estabilidad macroeconómica para diseñar el presupuesto nacional, tal y como lo destaca el informe de la Comisión de Racionalización del Gasto Público.

Adicionalmente, el sistema fiscal adolece de la falta de un control estricto de las cuentas de los gobiernos regionales y locales, así como de una estimación exacta de la deuda total que el gobierno tiene por concepto de seguridad social con los funcionarios públicos, especialmente en materia pensional. Este hecho ha llevado a muchos analistas a

establecer que, de contabilizarse correctamente estos rubros, el déficit fiscal se ampliaría por lo menos en un punto del PIB. Atendiendo estas observaciones, el desequilibrio de las finanzas públicas consolidadas ascendería aproximadamente a 4.5% del PIB, mientras el gobierno estima un déficit cercano a 3.3% del PIB.

Sin embargo, los documentos del Consejo Superior de Política Fiscal establecen que las estimaciones oficiales actuales de déficit fiscal incluyen la revisión del balance fiscal de las entidades territoriales, a través de la utilización de su financiamiento neto como variable proxy, y no de la ejecución presupuestal que había ocasionado serias deficiencias en la información¹. En estas condiciones, sólo quedaría por precisar la deuda que el gobierno tiene por concepto de seguridad social, la cual según algunos expertos no es despreciable. Con todo, a pesar de la consideración que hace el gobierno sobre la inclusión de las finanzas regionales en sus cálculos de déficit fiscal todavía algunos analistas siguen estimando que la deuda pensional puede incrementar el déficit por lo menos en un punto del PIB.

No obstante, el aspecto más relevante de este debate radica en el hecho de que, una estimación más exacta del déficit fiscal implicaría que para lograr su reducción a los niveles propuestos por el gobierno (2% del PIB), sería necesario un ajuste más ambicioso, ya no de 1.3% del PIB sino de 2,5% del PIB. Aunque no disponemos de la información para realizar un análisis a fondo de este problema, si es necesario tener en cuenta que este es un punto que debe incluirse hacia el futuro en el debate técnico en materia fiscal.

¹ Véase Confis (1998). Medidas de Ajuste Fiscal para el Segundo Semestre de 1998. Documento Asesores 12/98.

A continuación se presenta un breve análisis de los tres aspectos más relevantes de la coyuntura fiscal: el gasto público, el programa de ajuste de las finanzas públicas planteado por el gobierno y el financiamiento del déficit fiscal. Con base en este análisis en la siguiente sección se trata de responder la pregunta de qué se puede esperar del ajuste fiscal. En este caso el déficit fiscal debería reducirse por lo menos a un nivel de 1,5% del PIB.

1. El gasto público

El crecimiento sostenido de los gastos del gobierno que se ha dado a partir de 1994 es el resultado en buena medida del cumplimiento de compromisos establecidos en la Constitución Política de 1991. Entre estos compromisos se destacan los derivados de las transferencias territoriales, los que tienen que ver con la reforma al sistema de seguridad social, seguidos por la creación de nuevas instituciones públicas y la obligación de realizar una nivelación salarial de los trabajadores del sector justicia y de las fuerzas armadas. Asimismo, el pago de subsidios a los servicios públicos con cargo al presupuesto del gobierno nacional y la obligación de gastar un

porcentaje de los ingresos por concepto de IVA en inversión social también contribuyeron a incrementar el gasto del gobierno. Se estima que, para 1998, estos compromisos representan un incremento del gasto de 3,5% del PIB respecto a la situación que existía en 1991 (Cuadro 1).

Por el lado del financiamiento, la situación también se ha venido haciendo más dramática en los últimos años. En efecto, el pago de intereses por parte del gobierno creció 0,9 puntos del PIB entre 1991 y 1997. El impacto del creciente gasto del gobierno sobre la disponibilidad de recursos financieros en la economía ha sido particularmente negativo. La financiación del gasto del gobierno ha afectado la disponibilidad de crédito en la economía causando un desplazamiento del sector privado, o lo que en teoría económica se conoce como crowding out. Este hecho ha contribuido a presionar al alza las tasas de interés con lo cual no sólo se ha afectado el ritmo de actividad económica, sino que se han encarecido las fuentes de financiamiento doméstico del gobierno. Por otra parte, al encarecimiento de las fuentes de financiación domésticas se ha sumado la restricción al acceso a recursos de crédito externo

Cuadro 1. PRINCIPALES FUENTES DE CRECIMIENTO DEL GASTO DERIVADAS DE LA CONSTITUCION Y DE NORMAS REGLAMENTARIAS (% del PIB)

Rubro	Norma	Año base de comparación	Gasto como % del PIB		
			Año base	1998	Diferencia
Transferencias territoriales	Constitución de 1991 y Ley 60/93	1991	3,0	4,5	1,5
Creación de nuevas instituciones	Constitución de 1991	1991	0,0	0,5	0,5
Nivelación salarial	Ley 4 de 1992	1992	0,0	0,5	0,5
Seguridad social	Ley 100 de 1993	1993	0,0	0,7	0,7
Subsidios a servicios públicos	Leyes 142 y 143 de 1994	1994	0,0	0,1	0,1
IVA social	Ley 223 de 1995	1995	0,0	0,2	0,2
Total			3,0	6,5	3,5

Fuente: Confis.

como resultado de la crisis financiera internacional. Como ya se mencionó, el entorno financiero internacional se ha tornado cada vez más complejo, en la medida en que la crisis de los países asiáticos y el derrumbe de Rusia han impuesto serias restricciones a las economías en desarrollo para acceder a recursos de financiación internacionales.

En estas condiciones, el gobierno enfrenta un serio desafío en materia fiscal. En el corto plazo debe garantizar la financiación del déficit en un contexto en el que la disponibilidad de recursos es limitada. Por otro lado, el desafío más importante es el de mediano plazo y es crear las condiciones que permitan corregir las causas estructurales del déficit fiscal.

2. El programa de ajuste fiscal

El gobierno ha diseñado un programa de ajuste que, por su magnitud, contempla acciones de corto y mediano plazo, así como una serie de reformas que se han denominado complementarias.

El ajuste de corto de plazo comprende las medidas que se han adoptado desde el inicio de este gobierno y que están encaminadas a reducir el déficit del Gobierno Central previsto para 1998 de 5,2% del PIB, nivel estimado antes del ajuste, a 4,8% del PIB. El déficit del sector público consolidado para 1998 pasaría de 3,8%, nivel estimado antes del ajuste, a 3,3% del PIB (Cuadro 2).

Entre estas medidas se destacan, un recorte en pagos del Gobierno Central por \$300.000 millones (0,22 del PIB), el refuerzo al programa de gestión de la DIAN que permitirá incrementar los recaudos tributarios, el incremento en el precio de la gasolina y la reducción de la emisión de CERT. Por concepto de estos últimos tres rubros se generarían aproximadamente \$227.000 millones de pesos (0,17 del PIB). Adicionalmente, para complementar los recor-

Cuadro 2. DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO SIN PRIVATIZACIONES (% del PIB)

	Gobierno central	Sector público no financiero
1997	3,96	3,67
1998 antes del ajuste	5,18	3,83
Ajuste fiscal	0,39	0,51
1998 después del ajuste	4,79	3,32
1999	3,49	2,07

Fuente: Confis.

tes en pagos, el gobierno realizó un recorte presupuestal de \$875.0000 millones.

Las medidas de mediano plazo se concentran principalmente en un recorte considerable en los gastos (principalmente de inversión) y en la generación de mayores ingresos tributarios en 1999, dadas las limitaciones que existen para realizar mayores recortes en gastos de funcionamiento por las obligaciones constitucionales y legales mencionadas. Para 1999 el gobierno espera reducir el déficit del Gobierno Central de 4,8% a 3,5% del PIB y el del sector público consolidado de 3,3% a 2,1% del PIB.

Como ya se mencionó, la reducción neta del gasto para 1999 no es tan importante. En efecto, el gobierno revisó en septiembre las cifras del plan financiero de 1999 para que se reflejaran las mayores obligaciones de gastos. Esto determinó que casi la mitad de lo que se está proponiendo recortar por el lado del gasto para el año próximo se verá neutralizado por un nivel similar de erogaciones. El ajuste de mediano plazo se concentra en un recorte de gasto de \$906.600 millones (0,58 del PIB), de los cuales \$783.000 millones (0,5 del PIB) corresponde a gastos de inversión. Sin embargo, el gobierno estima que en 1999 los pagos totales se incrementarán en \$464.237 millones de pesos (0,3 del PIB) adi-

cionales a lo que se tenía estimado en el Plan Financiero para ese año, como resultado de mayores pagos tanto por concepto de intereses de deuda externa como por intereses de deuda interna.

Por el lado de los ingresos, el gobierno presentó al Congreso un proyecto de reforma tributaria a través del cual espera recaudar \$1,5 billones (0,98 del PIB). Inicialmente, este proyecto contemplaba principalmente la ampliación de la base gravable del IVA y la reducción de la tarifa a 15%, la extensión del impuesto de renta a cajas de compensación, fondos de empleados y asociaciones gremiales, y la adopción de medidas para mejorar el control y atacar la evasión.

El gobierno esperaba generar en 1999 \$1,1 billones (0,7 del PIB) por concepto de la reforma al IVA y estimaba que obtendría nuevamente recursos adicionales por aproximadamente \$434.000 millones (0,28 del PIB) como resultado de una gestión más eficiente de la DIAN y de la reducción de la emisión de CERT.

Sin embargo, posteriormente el proyecto de reforma tributaria para 1999 fue modificado buscando generar más recursos a través de impuestos directos y no de impuestos indirectos como el IVA, lo cual tendría un efecto regresivo. En este orden de ideas, el gobierno decidió excluir del IVA algunos productos de la canasta familiar y cobrar una tarifa diferencial a otro grupo de productos que no estaban gravados con este impuesto. Para compensar los ingresos que se esperaba obtener por este concepto, se elimina la exención de 30% que tenían los salarios superiores a los 40 salarios mínimos para el impuesto de renta y se crea un impuesto sobre el patrimonio que se cobrará una sola vez y se destinará a financiar el proceso de paz, como se verá más adelante. Adicionalmente, se espera recaudar recursos adicionales por concepto de sobretasa a

la gasolina. Por estos tres conceptos se espera recaudar \$840.000 millones.

A la fecha en que se elaboró este documento, el proyecto de reforma tributaria fue nuevamente modificado como resultado de la oposición que generó, en particular, la eventual creación de un impuesto al patrimonio. Esta propuesta y la de eliminar la exención que tenían los salarios superiores a 40 salarios mínimos, fueron retiradas del proyecto. El gobierno espera entonces crear un mecanismo de financiamiento a través de los denominados "bonos de paz", como se verá más adelante.

El gobierno mantiene las metas planteadas inicialmente: reducir el déficit del Gobierno Central de 4,8% en 1998 a 3,5% del PIB en 1999 y disminuir el déficit del sector público consolidado de 3,3% en 1998 a 2,1% del PIB en 1999. Según el gobierno, con este nivel de déficit, las finanzas públicas se ajustarían a las restricciones financieras previstas para 1999. Sin embargo, el problema de financiamiento se ha convertido ahora en el aspecto más complejo de la situación fiscal por las razones ya mencionadas: la restricción de liquidez doméstica y la crisis financiera internacional. En la próxima sección se analiza en detalle este punto.

En cuanto a las reformas complementarias, el gobierno ha diseñado un paquete que incluye, en particular, una reforma al estatuto orgánico del presupuesto, el fortalecimiento de los fiscos territoriales, la emisión de bonos de paz y la constitución de un fondo destinado a cubrir el pasivo pensional de las entidades territoriales. Estos temas han sido incluidos en los proyectos de ley que el gobierno sometió a consideración del Congreso de la República en septiembre pasado.

La reforma al estatuto orgánico del presupuesto está encaminada, principalmente, a lograr una es-

trecha relación entre el Plan de Desarrollo y el presupuesto, y a concentrar los recursos de la Nación en la Dirección General del Tesoro para garantizar transparencia y eficiencia. Para fortalecer los fiscos territoriales se propone, en particular, crear un Estatuto de Impuestos Territoriales y dar mayor autonomía a los gobiernos locales para establecer tasas y contribuciones.

Como se vio, el mecanismo de los bonos de paz fue recientemente incluido de nuevo el proyecto de reforma tributaria para sustituir el impuesto al patrimonio. Los bonos se destinarán a financiar los gastos relacionados con el tema de la paz. Con esta modificación al proyecto de reforma tributaria los bonos de paz se constituirán en un mecanismo de financiación sobre el que se reconocerá el 80% del IPC como interés.

El principal inconveniente que tenía el impuesto sobre el patrimonio es que no consulta la realidad de lo que sucederá con las utilidades de las distintas actividades productivas en un escenario de recesión, como el que se está dando actualmente. De hecho, este es un gravamen que ha sido desmontado en la mayoría de países del mundo por consideraciones técnicas pues no guarda relación con las utilidades.

Sin embargo, a pesar de que se ha vuelto al esquema de los bonos de paz, todavía subsiste el problema de que, no existe claridad sobre cuáles serán los mecanismos de control que garanticen que esos recursos se destinarán efectivamente a financiar gastos relacionados con el proceso de paz, y que no financiarán mayores niveles de gasto por otros conceptos.

Finalmente, el programa de ajuste del gobierno contempla para una etapa posterior realizar reformas en las siguientes áreas: inclusión de criterios de distribución de transferencias territoriales que ten-

gan en cuenta las necesidades efectivas de las regiones en materia de educación y salud básica, mediante el establecimiento de un sistema de capitalización o costeo estandarizado, es decir por usuario potencial; reasignación de los recursos del Fondo Nacional de Regalías para la construcción y mantenimiento de la red vial secundaria; reorganización de las finanzas de las universidades públicas a través de la creación de un fondo de becas que reciba los aportes de la Nación destinado a dar apoyo a la educación a través del Icetex o de Findeter.

3. El problema de financiamiento del déficit

Como se mencionó, en la coyuntura actual el problema más serio que enfrenta el gobierno es la financiación del déficit fiscal para 1999. Tal y como lo manifestó el gobierno al Congreso en septiembre pasado, el proyecto de presupuesto para 1999 adolece de fallas estructurales en su financiamiento por el cambio que se ha registrado en las condiciones de financiación doméstica e internacional en los últimos meses². Adicionalmente, si el proyecto de reforma tributaria y la emisión de bonos sufre modificaciones sustanciales en su paso por el Congreso, no se generarán los recursos que se han estimado y el problema de financiación obligaría a realizar recortes de gasto adicionales.

En efecto, el presupuesto para 1999 que fue presentado inicialmente al Congreso tenía necesidades de financiamiento por \$15.035 miles de millones de pesos, que era el monto del desbalance entre los ingresos y los egresos del presupuesto nacional. La mayor parte de los recursos de financiación correspondía a bonos externos e internos, y en menor medida a recursos derivados de la venta de activos

² Carta dirigida en septiembre 11 de 1998 al Presidente de la Comisión Tercera del Senado de la República por el Ministro de Hacienda y el Director del departamento Nacional de Planeación.

públicos. En la coyuntura actual no parece viable que se puedan conseguir los recursos de financiación estimados inicialmente. Por una parte, el monto de privatizaciones previsto para 1999 ha tenido que reducirse ante la posibilidad de que algunas empresas no puedan venderse. Por otra parte, el cambio en las condiciones internacionales, con el consecuente aumento en las tasas de interés internacionales a las cuales consiguen préstamos los países emergentes, y la devaluación que sufrió el peso en septiembre han aumentado el servicio de la deuda externa. Adicionalmente, la restricción de liquidez en el mercado doméstico ha aumentado el costo y la rotación de los bonos internos. Estos hechos han generado una disminución en el financiamiento del presupuesto para 1999 que el gobierno estima en cerca de \$3.220 miles de millones.

Para las operaciones efectivas del Gobierno Central se espera conseguir recursos de financiamiento en

1999 por un valor cercano a \$5.843 miles de millones. De estos recursos, \$2.206 miles de millones corresponden a crédito externo, \$952 miles de millones provendrán de crédito interno y \$1.885 se obtendrán por concepto de privatizaciones, de las cuales las más importantes son la venta de acciones de ISAGEN y ISA (Cuadro 3).

Para obtener los recursos externos, el gobierno estima un nivel de desembolsos de \$3.835 miles de millones, de los cuales casi el 80% se obtendrá de la colocación de bonos (\$3.035 miles de millones) y el resto provendrá de la obtención de créditos sindicados (\$800 miles de millones). Las amortizaciones ascenderán a \$1.629 miles de millones.

En el mercado doméstico el gobierno esperaba obtener desembolsos por \$8.273 miles de millones que correspondían a la colocación de \$7.782 miles de millones en TES y a \$491 miles de millones por

Cuadro 3. FINANCIAMIENTO DEL GOBIERNO NACIONAL

	1997 \$ miles de millones	1998 \$ miles de millones	1999 US\$ millones	1999 \$ miles de millones
Financiamiento	4.503,9	6.691,8	2.449,8	5.842,6
Crédito externo neto	1.083,8	2.573,4	1.349,8	2.206,3
Desembolsos	1.889,5	3.635,3	2.274,5	3.834,9
Bonos externos	1.327,0	2.988,9	1.800,0	3.034,8
Tradicional	562,5	646,4	474,5	800,1
Amortizaciones	805,7	1.061,9	924,7	1.628,6
Crédito interno neto	3.517,2	3.477,5		951,5
Desembolsos	6.918,9	7.306,3		8.272,8
TES	6.505,0	6.796,7		7.781,6
Bonos de paz	0,0	0,0		491,2
Bonos de seguridad	383,9	15,8		
Otros	30,0	493,8		
Amortizaciones	3.401,7	3.828,8		7.321,3
Privatizaciones	429,8	0,0	1.100,0	1.884,6
Otros recursos	-526,9	640,9		800,2

Fuente: Confis.

concepto de bonos de paz (los cuales ahora dejarán de ser financiamiento y se constituirán en ingresos corrientes). Las amortizaciones de crédito doméstico para 1999 ascienden a \$7.300 miles de millones.

La posibilidad de que el gobierno logre cumplir las metas de financiamiento mencionadas depende de las condiciones del mercado financiero internacional y de la liquidez en el mercado interno. Aunque el gobierno consiguió en su visita a Estados Unidos préstamos con la banca multilateral por aproximadamente US\$ 2.200, se estima que de esta cifra US\$1.500 millones corresponden a recursos nuevos los cuales no alcanzan para cubrir las necesidades de desembolsos que tiene el Gobierno Central para 1999, como se observa en el Cuadro 3. Esto hace más apremiante la necesidad de realizar las privatizaciones previstas por cerca de US\$1000 millones, lo cual no es fácil en un ambiente como el que rodea a las economías emergentes en la actualidad. Adicionalmente, en este análisis sólo se está teniendo en cuenta la financiación del gobierno central y no se están considerando los recursos que se necesitan para financiar la balanza de pagos, en particular, el servicio de la deuda externa pública y privada y el comercio exterior.

Por el lado del mercado interno, para nadie es un secreto que la restricción de liquidez que experimenta la economía ha elevado el costo financiero de los recursos y genera reservas sobre la posibilidad de que se logren las metas de financiamiento propuestas. De hecho, hasta septiembre el gobierno sólo había podido cumplir el 59% del programa de financiación a través de subastas de TES.

C. ¿Qué se puede esperar del ajuste fiscal?

La coyuntura fiscal actual plantea por lo menos cuatro interrogantes. El primero se relaciona con el hecho de si el ajuste fiscal planteado por el gobierno es suficiente para reducir el déficit y permite crear

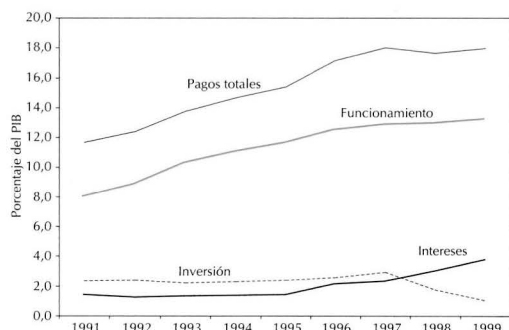
las condiciones para restablecer el equilibrio fiscal en el mediano plazo. El segundo tiene que ver con la posibilidad real de llevar a cabo un ajuste de las finanzas públicas como el que está planteando el gobierno en un escenario de bajo o prácticamente nulo crecimiento de la economía en 1999. El tercer interrogante hace referencia a si el gobierno está siendo demasiado optimista al considerar, por una parte, que logrará aumentar sustancialmente la eficiencia en el recaudo tributario y, por otra, que logrará que el Congreso apruebe buena parte de la reforma tributaria que ha presentado a su consideración. Finalmente, el cuarto interrogante tiene que ver con la factibilidad de que el gobierno pueda obtener la financiación que espera tanto en el mercado externo como en el mercado doméstico.

El paquete fiscal presentado por el gobierno al Congreso contiene propuestas muy positivas, en particular para mejorar el recaudo tributario y corregir algunas de los problemas estructurales que están alimentando el déficit fiscal. Sin embargo, el programa de ajuste no es agresivo en materia de recorte del gasto y, adicionalmente, el gobierno puede pecar de optimista en cuanto a las metas de aumento de recaudo que ha fijado.

En efecto, como se observa en el gráfico el gasto del gobierno central para 1999 se mantiene en un nivel de 18% del PIB, similar al que se registró en 1998 (Gráfico 3). Por otro lado, el incremento en el recaudo puede no ser tan importante como se está previendo, entre otras razones porque el proyecto de reforma tributaria puede ser ampliamente modificado después de su paso por el Congreso.

Es un hecho que no debe desestimarse el proceso de aprobación de la reforma tributaria por parte del Congreso. La experiencia del pasado ha mostrado que en este proceso se presentan profundas modificaciones a las propuestas que presenta originalmente

Gráfico 3. GASTO DEL GOBIERNO CENTRAL OPERACIONES EFECTIVAS



Fuente: Ministerio de Hacienda.

el ejecutivo. Por otra parte, el incremento del recaudo por concepto de IVA no parece suficiente para mejorar los ingresos tributarios. El gobierno estima que, con la reducción de la tarifa en un punto y la disminución de las exenciones, recaudará \$1,1 billones adicionales en 1999 lo cual representa aproximadamente 0,7% del PIB. Estimaciones realizadas con base en (Steiner y Soto, 1998) muestran que, con una reducción de la tarifa del IVA y una ampliación de la base gravable como las que ha planteado el gobierno, el incremento en el recaudo apenas alcanzaría 0,5 del PIB, asumiendo que se reduce la evasión. Si no se logra controlar sustancialmente la evasión el incremento en el recaudo sería apenas de 0,2% del PIB. Estas estimaciones tienen en cuenta la tendencia histórica que ha mostrado el recaudo por este concepto. En este sentido, la modificación que se hizo al proyecto de reforma tributaria en lo que tiene que ver con el IVA es más realista.

Otro aspecto importante que se debe tener en cuenta es la necesidad de que la reforma se apruebe antes de finalizar el año para que los nuevos ingresos tributarios puedan recaudarse efectivamente en 1999. Existe la alternativa de aprobar la reforma tributaria a través de la figura de la emergencia econó-

mica, lo cual sería conveniente para iniciar el ajuste fiscal de una vez por todas. Sin embargo, ésta sería una solución transitoria porque las medidas aprobadas mediante este mecanismo deben ser aprobadas posteriormente por el Congreso. En estas condiciones, es evidente que el país afronta una situación particularmente difícil que demanda un profundo compromiso del Congreso para facilitar la reducción del gasto y de todos los colombianos, en la medida en que es evidente la necesidad de que esta reforma tributaria salga del Congreso con una lista de exenciones mínima. De la decidida colaboración del sector privado y del Congreso dependerá el alcance del esfuerzo de ajuste fiscal del gobierno.

Es evidente que es poco factible que en una sola legislatura el Congreso pueda estudiar todos los aspectos que contempla el proyecto de ajuste fiscal que deben ser sometidos a su consideración, es decir tanto los de corto como los de mediano plazo y las reformas complementarias. No obstante, debe hacerse un esfuerzo para agilizar la implementación de las reformas complementarias incluidas en el programa de ajuste, las cuales corrigen problemas estructurales de las finanzas públicas. Sólo a través de esta vía se garantiza una reducción permanente del déficit, de lo contrario, en poco tiempo tendríamos que volver a buscar una corrección del creciente déficit fiscal a través de mayores impuestos y con mayores niveles de endeudamiento de la Nación. Dicho de otra manera, los recortes propuestos para 1999 no son sostenibles pues la mayoría de ellos consisten en recortes a la inversión, la cual no puede caer en forma permanente. El país necesitará nuevos proyectos de inversión en unos pocos años. Sólo si se ejecutan las propuestas de reformas complementarias y estructurales podrá el país disminuir el déficit y crecer sostenidamente.

Entre las reformas complementarias propuestas por el gobierno se destacan por su relevancia la sustitui-

ción de los subsidios a la educación superior por esquemas de financiación directa a los estudiantes a través de Ictetex o de Findeter, así como la introducción del esquema de capitación para asignar el gasto en salud y educación.

Adicionalmente, es necesario que estas medidas se complementen con otros aspectos que no han sido tenidos en cuenta. Entre estos últimos aspectos se destacan la profundización de la reforma pensional y la evaluación de la factibilidad de fusionar o acabar con una serie de entidades que han sido ineficientes en el desarrollo de sus labores o que realizan actividades que podrían ejecutarse mejor en manos del sector privado.

En el tema de la reforma pensional, en particular, es necesario que se defina el esquema de pensiones que puede asumir nuestra economía. Estudios recientes realizados por Fedesarrollo ponen en entredicho la sostenibilidad del sistema pensional de prima media y evidencian la necesidad de equilibrar las contribuciones y los beneficios que reciben los afiliados, tal y como lo dispuso la Ley 100 de 1993. Adicionalmente, otro aspecto de esta ley que hasta ahora no se ha cumplido es la eliminación de las funciones pensionales de las cajas públicas. Este hecho ha contribuido a incrementar los gastos del gobierno por concepto de deuda pensional. Por otro lado, se debe buscar flexibilizar el sistema de contratación laboral del sector público, en particular se debe difundir en el sector público el esquema de contratación tipo Ley 50.

Finalmente, no debe desestimarse el hecho de que el gobierno está haciendo sus proyecciones de ajuste fiscal con base en un nivel de crecimiento de la economía para 1999 de 2,5%. Fedesarrollo estima que el crecimiento de la economía para el año entrante puede oscilar entre 1% y 1,5% de acuerdo a diferentes escenarios, siendo la cifra más probable

1%. Algunos analistas hablan de un crecimiento de 0% para 1999. La principal implicación de la diferencia que existe entre los supuestos de crecimiento de la economía utilizados en las proyecciones oficiales del ajuste fiscal y las de Fedesarrollo y otros analistas, es que sería necesario un ajuste fiscal mayor para compensar las disminuciones en recaudo tributario derivadas de una caída sustancial en la actividad productiva. Adicionalmente, un menor nivel de recaudo incrementaría las necesidades de financiamiento del gobierno.

La principal conclusión que se puede sacar de este análisis es que todavía existe un alto grado de incertidumbre sobre lo que sucederá efectivamente con el ajuste fiscal. Por una parte, es un hecho que el gobierno debe realizar un ajuste de gasto mayor, teniendo en cuenta por una parte que esta es la variable que está generando el desbalance fiscal y que el recaudo no crecerá todo lo estimado, entre otras razones por un menor nivel de actividad productiva. Por otra parte, no existe certeza sobre cómo y cuándo se empezarán a dar las denominadas reformas complementarias que son las que contribuirán a corregir algunos de los problemas estructurales de las finanzas públicas. Mientras no exista certeza sobre lo que sucederá con las finanzas públicas será difícil acabar con las expectativas de devaluación y recuperar la confianza de los inversionistas extranjeros. En estas condiciones, no debe desestimarse la utilidad de que el país se someta a un programa del FMI lo cual daría suficiente credibilidad no sólo ante la comunidad financiera internacional sino en el ámbito doméstico.

II. TASA DE CAMBIO

Desde finales del año pasado y en lo que va corrido del presente año, el mercado cambiario se ha caracterizado por una fuerte devaluación del peso, en buena parte como consecuencia de un intenso

proceso especulativo acompañado de constantes ataques contra la banda cambiaria. Estos brotes especulativos han sido ocasionados en gran medida por la incertidumbre política y económica que ha reinado en el país, por un franco deterioro de la balanza de pagos y por la crisis internacional de los países del sudeste asiático y más recientemente de Rusia, cuyo principal impacto sobre Colombia se ha manifestado a través del mercado internacional de capitales. En las actuales circunstancias, las autoridades monetarias han ido perdiendo autonomía en el manejo de la tasa de interés, ya que ésta es ahora en buena medida determinada por las expectativas de devaluación y por la tasa de interés internacional.

La consecuencia directa de esta situación, reforzada por el elevado déficit fiscal, ha sido la intervención permanente por parte de las autoridades monetarias para defender la banda cambiaria. En particular, los instrumentos que han sido utilizados por el Banco de la República para tal propósito, se han concentrado en la venta de reservas internacionales y en el aumento de las tasas de interés. En materia de control de capitales, las medidas que se han adoptado han sido tímidas. Para propiciar la entrada de capitales al país, en el mes de enero se decidió reducir el depósito obligatorio para las operaciones de endeudamiento externo en sólo 5% (de 30% a 25%) y se recortó de 18 meses a 12 meses el período durante el cual este depósito debe mantenerse en el Banco de la República³. Sólo recientemente, a mediados de septiembre, se redujo nuevamente el monto del depósito de 25% a 10% y el plazo de 12 a 6 meses.

³ Resoluciones No. 1 de enero 30 de 1998 y No. 10 de septiembre 18 de 1998 de la Junta del Banco de la República. Adicionalmente, mediante la resolución de septiembre, se disminuyó el depósito por concepto de endeudamiento proveniente de la prefinanciación de exportaciones de 15% a 10%, a la vez que se eliminó el correspondiente a la financiación de importaciones.

Motivado por la importante caída en las reservas internacionales, por la crisis de liquidez que ha afectado fuertemente el sistema financiero, por el aumento desmesurado de las tasas de interés, en parte como consecuencia de las medidas adoptadas por el Emisor, por la crisis internacional que ha afectado de manera intensa el flujo de capitales hacia América Latina y, finalmente, debido al rezago cambiario que viene de años atrás, el 2 de septiembre del presente año la Junta Directiva del Banco de la República decidió adelantar la fijación de sus metas macroeconómicas para 1999 y con ellas desplazó hacia arriba la banda cambiaria en nueve puntos porcentuales manteniendo la pendiente del 13%.

Esta decisión ha sido objeto de una importante polémica en el país, ya que, mientras algunos analistas han considerado la medida como apropiada (en buena parte debido al rezago cambiario), otros la han percibido apresurada e insuficiente, e incluso los más radicales la tildan de inconveniente bajo todo punto de vista.

Dada la trascendencia del tema, en el presente informe tratamos de analizar en algún nivel de detalle la medida adoptada, tomando en consideración diferentes elementos que caracterizan el entorno económico, tales como el comportamiento de la tasa de cambio real en el país, el contexto internacional imperante en la actualidad y las demás condiciones macroeconómicas que hoy caracterizan la economía colombiana, principalmente los desequilibrios fiscal y en la cuenta corriente. Posteriormente, se evalúan los efectos de la medida adoptada sobre el mercado monetario y cambiario, haciendo énfasis en el comportamiento de las reservas internacionales, las tasas de interés y la tasa de cambio.

Finalmente, se exploran diferentes alternativas para manejar el actual problema cambiario colombiano,

haciendo énfasis en sus ventajas y en los costos que se derivan de su adopción. Dentro de las opciones, se mencionan el regreso a un esquema de *crawling peg*, el de libre flotación del tipo de cambio y el mantenimiento del actual sistema de bandas cambiarias.

En relación con este último tema, Fedesarrollo plantea que, por ahora, lo conveniente para el país es mantener sin modificaciones el actual sistema de bandas. Sin embargo, en el mediano plazo éste tendrá que abandonarse ya que, en momentos de crisis, resulta altamente costoso para un país sostener regímenes intermedios.

A. Evolución reciente del mercado cambiario colombiano

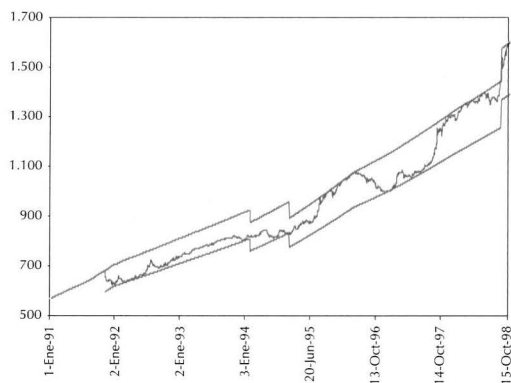
Colombia adoptó el régimen de *crawling peg* en 1967 y lo mantuvo hasta 1991, año a partir del cual se permitió una mayor flexibilidad del tipo de cambio. En la práctica, de ahí en adelante se operó bajo un sistema de banda implícita, pero fue sólo hasta mediados de 1994 que se adoptó explícitamente el sistema de bandas cambiarias móviles o *crawling bands*.

En términos muy generales, el régimen de banda cambiaria consiste en un esquema intermedio entre el tipo de cambio fijo y la libre flotación, en el cual el gobierno fija unos límites dentro de los cuales puede moverse libremente la tasa de cambio, y anuncia su decisión de intervenir para defenderlos en caso de ser necesario. Las bandas cambiarias están determinadas fundamentalmente por tres parámetros a saber, la paridad central que debe ser el reflejo de la tasa de cambio real de equilibrio, la amplitud que determina la magnitud en la cual puede moverse la tasa de cambio y la pendiente que establece el ritmo de aumento de la paridad central.

En Colombia, en 1994 la paridad de la banda se fijó a la tasa prevaleciente en el mercado, lo que implicó una revaluación de 5% frente a la banda implícita anterior, la amplitud se determinó en $\pm 7\%$ y la pendiente en 11%. La primera modificación de los parámetros tuvo lugar seis meses después, cuando el Banco de la República revaluó la banda en 7%, igualando la nueva paridad al límite inferior de la banda anterior e incrementando la pendiente a 13,5%. Desde entonces y hasta septiembre de 1998, no ocurrieron nuevos cambios en la paridad central y sólo se incrementó la pendiente de la banda en 15% en enero de 1997 (Gráfico 4).

Desde el primer desplazamiento ocurrido a finales de 1994, la tasa de cambio se mantuvo cerca del centro de la banda, proceso que duró hasta 1995 cuando el peso se depreció de manera significativa como consecuencia de la crisis política que vivió el país en dicho año. Sin embargo, en esta ocasión, la simple promesa del Banco de la República de intervenir en el margen fue suficiente para estabilizar el mercado cambiario. A partir de finales de dicho año, la tasa de cambio se apreció fuertemente y llegó a ubicarse cerca del piso de la banda, y fue

Gráfico 4. BANDA TASA DE CAMBIO



Fuente: Banco de la República.

sólo hasta el mes de septiembre de 1997 que se presentó nuevamente una fuerte devaluación del peso. En adelante, la tasa de cambio se ha mantenido cerca del techo de la banda y en ocasiones pegada del mismo, hasta el punto en que el Emisor ha tenido que actuar de manera decidida para defender el extremo superior, a través de mecanismos como la contracción de la liquidez del mercado y el consecuente aumento de las tasas de interés, y la utilización de reservas internacionales.

En materia de reservas internacionales, el impacto de la defensa de la banda ha sido bastante fuerte en el último año y se han perdido reservas por un valor cercano a US\$1,700 millones entre septiembre de 1997 y septiembre de 1998 (Gráfico 5). En cuanto a la liquidez, se observa que, después del incremento ocurrido prácticamente durante todo el año de 1997, desde finales del mismo año se presentó una fuerte caída tanto de la base monetaria como de los medios de pago (Gráfico 6): en lo corrido del presente año hasta el mes de septiembre, la disminución de la base monetaria frente al mismo período del año anterior fue de 14,9%, lo que contrasta con el

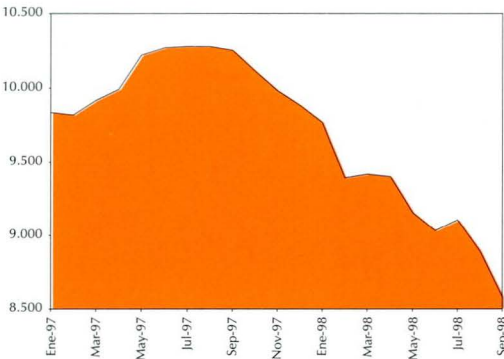
aumento de 25% en 1997 y, por su parte, los medios de pago han descendido en igual período 22,7%, frente al 21,7% de aumento en 1997. La consecuencia de esta situación de restricción de liquidez, ha sido un incremento desmesurado de las tasas de interés: las tasas promedio que se ubicaron en 1997 en 24,1% para las de captación y en 34,2% para las de colocación, pasaron a 35% y 47%, respectivamente, en septiembre de 1998 (Gráfico 7). Más aún, la tasa de los Repos ha sido en varias ocasiones mayor al 80% y la interbancaria superior al 60% (Gráfico 8).

B. Condiciones macroeconómicas imperantes en la economía colombiana

1. Déficit fiscal

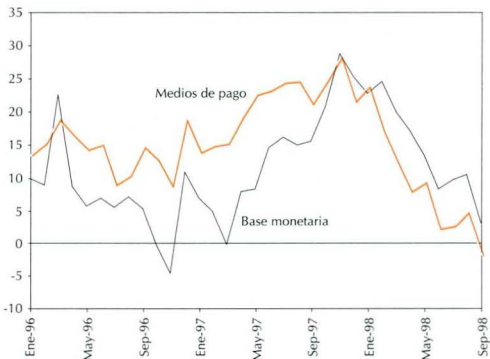
Como es bien sabido, desde hace ya varios años el balance fiscal del país se ha venido deteriorando de manera importante hasta alcanzar un déficit fiscal cercano al 3.3% del PIB como el que se espera para 1998, el más alto de América Latina después de Brasil (Gráfico 9). Debido a que existe una estrecha relación entre el déficit fiscal (especialmente el gas-

Gráfico 5. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (US\$ millones)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 6. PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS (Tasa anual de crecimiento) Ene 96-sep 98

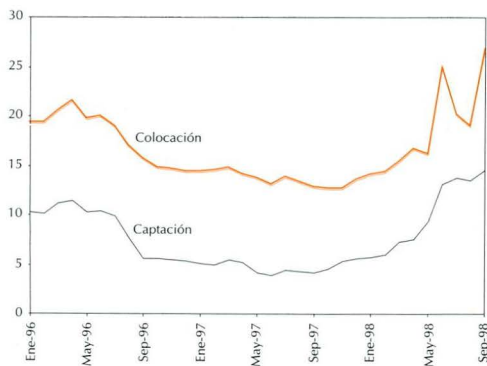


Fuente: Banco de la República.

to público) y el comportamiento de la tasa de cambio, la consecuencia directa del desbalance del Gobierno se ha visto reflejada en una mayor presión en el mercado cambiario en particular en el último año.

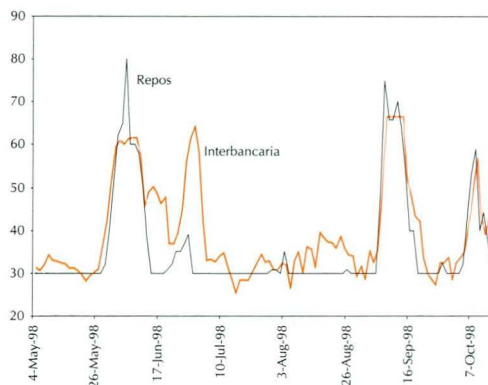
En primer lugar, la monetización del déficit conlleva a una mayor compra de divisas. Puesto que no existe total independencia entre las políticas monetaria y fiscal, el Banco Central monetiza parte del desequilibrio fiscal a través de la compra de bonos del Tesoro, lo cual implica inyectar mayor liquidez a la economía. Esto a su vez se traduce en mayores presiones en el mercado cambiario, máxime cuando en éste se presentan brotes especulativos importantes y ataques contra las reservas internacionales. En estos casos, surgen serios conflictos entre los objetivos de financiar el déficit y el de defender el mercado cambiario. En efecto, este ha sido el caso reciente en el país. La compra de TES (en el mercado secundario) por parte del Banco de la República para financiar parte del déficit del Gobierno, ha ido en la vía contraria del objetivo de reducir la oferta monetaria para defender la banda cambiaria.

Gráfico 7. TASA DE INTERES DE CAPTACION Y COLOCACION



Fuente: Banco de la República.

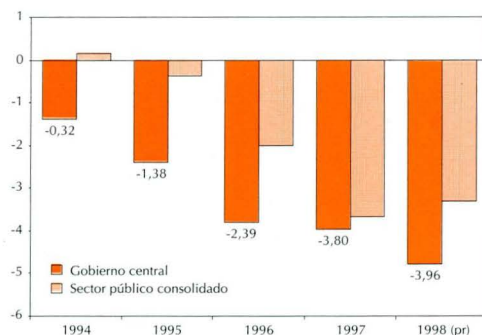
Gráfico 8. TASA DE INTERES



Fuente: Banco de la República.

En lo corrido del año hasta la primera semana del mes de octubre, el Emisor compró un total de \$259.729 millones de TES en el mercado secundario, en operaciones realizadas durante los meses de abril \$87.000 millones, en mayo \$74.990 millones, en septiembre \$97.740 millones y en octubre \$24.403 millones hasta la primera semana. Esta cifra resulta significativa porque con anterioridad, el Banco no había realizado este tipo de opera-

Gráfico 9. FINANZAS DEL GOBIERNO CENTRAL Y DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO (% del PIB)



Fuente: Confis.

ciones. En la práctica, esto ha implicado que, dado el creciente déficit de las finanzas públicas, se ha hecho más difícil y costoso mantener la estabilidad en el mercado cambiario.

En segundo lugar, dadas las necesidades de financiar el déficit, el Gobierno ha ejercido una fuerte presión en el mercado monetario para conseguir recursos y ha provocado un aumento de las tasas de interés. Este ambiente de altas tasas de interés, ha hecho más difícil para las autoridades monetarias actuar en su intento por defender los límites de la banda cambiaria.

En tercer lugar, el deterioro de las condiciones fiscales ha generado una gran incertidumbre entre los agentes de la economía y, en buena parte, ha propiciado la compra de divisas como mecanismo de protección.

Finalmente, y como se verá en detalle en el siguiente aparte, el mayor gasto del Gobierno ha sido en gran medida el responsable del atraso cambiario y, en consecuencia, esta situación ha presionado a las autoridades competentes a modificar la política cambiaria de manera tal que ésta se ajuste a la nueva competitividad internacional de la economía.

Lo anterior nos lleva a concluir que, una buena parte de las dificultades que ha experimentado el mercado cambiario en el último año y que llevaron al Banco de la República a desplazar la banda, han sido ocasionadas por el creciente déficit fiscal. En estas condiciones, una alternativa habría sido la de solucionar aunque fuera de manera parcial el problema fiscal antes de tomar la medida: un ajuste fiscal serio reduce la presión en el mercado cambiario y monetario, despeja el panorama para otorgar una mayor libertad al manejo monetario por parte de las autoridades y permite que la devaluación nominal se traslade a una devaluación real. Si bien

es cierto que una devaluación nominal complementa el impacto del ajuste fiscal sobre el tipo de cambio real y lo acelera, también es cierto que, despojarse de la presión fiscal como primer paso, permite tener mayor claridad sobre qué tan desalineada está la paridad central de la banda y, por lo tanto, ayuda a determinar con mayor precisión la magnitud del ajuste requerido. No obstante lo anterior, el Gobierno tomó la determinación de aplicar primero un correctivo cambiario y, en estas condiciones, resulta apremiante hacer efectivo un serio ajuste fiscal.

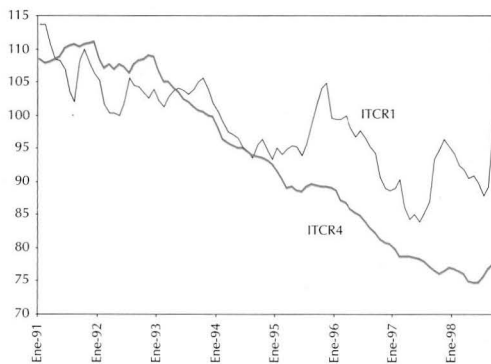
2. Tasa de cambio real, atraso cambiario y cuenta corriente

Uno de los principales problemas que enfrenta la economía colombiana es, sin duda, la apreciación del peso. Desde principios de los 90 la moneda colombiana se ha apreciado de manera significativa en términos reales, con lo que la pérdida de competitividad ha sido importante para el sector productor de bienes comercializables. Lo anterior es cierto, ya sea midiendo la tasa de cambio real con base en la paridad del poder adquisitivo (PPA)⁴ es decir midiendo la competitividad interna frente a la externa, o bien como la relación entre los precios de los bienes transables y los de los no transables, que capta el incentivo a sustituir producción y consumo de bienes no transables por transables dentro de un país (Gráfico 10).

Esta situación de desequilibrio cambiario fue precisamente uno de los aspectos que motivó la reciente decisión de la Junta del Banco de la República de desplazar la banda cambiaria. La intensión de corregir el rezago en materia de competitividad del país en el largo plazo es, sin duda, acertado, máxime

⁴ La relación de precios en el exterior (convertido a moneda local) y el nivel de precios nacional.

Gráfico 10. INDICE TASA DE CAMBIO REAL



Fuente: Banco de la República.

cuando el déficit en la cuenta corriente proyectado para 1998 asciende a 6,6% del PIB, uno de los más altos de América Latina. Sin embargo, la medida no está exenta de problemas.

Hay tres aspectos que es esencial tener en cuenta en el análisis y que tienen que ver, primero, con las dificultades para calcular el grado del rezago cambiario, segundo, con la relación entre la devaluación nominal y la tasa de cambio real y por último, con el manejo fiscal y especialmente con el comportamiento de gasto público.

El primer aspecto relacionado con el grado de atraso cambiario ha sido ampliamente discutido en la literatura económica. Los problemas para determinar con exactitud la sobrevaluación real del tipo de cambio, se derivan de la dificultad de calcular su nivel de equilibrio (Williamson, 1996)⁵. El mismo concepto es relativamente ambiguo, pues el equi-

⁵ Williamson, J., 1996, *The Crawling Band as an Exchange Rate Regime*, Institute for International Economics. Aquí se presentan diversas metodologías para calcular la tasa de cambio de equilibrio.

librio se define como aquel nivel de la tasa de cambio que logra un nivel financiable de la cuenta corriente (y por tanto es necesario proyectar las condiciones del mercado internacional de capitales) y un nivel de actividad interna consistente con el nivel de "pleno empleo" o, en lenguaje moderno, con el nivel "natural" de desempleo. También existen diferencias relacionadas con la metodología empleada. Algunos autores utilizan el concepto de paridad, mientras que otros utilizan modelos econométricos.

Para el caso particular de Colombia se han realizado varios estudios empíricos con resultados que en algunos casos difieren entre sí: Herrera (1989)⁶ encontró que durante los períodos de 1975-1977 y 1984-1985 el tipo de cambio real estuvo subvaluado (por encima de su valor de equilibrio), mientras que durante los años 1979-1982, éste estuvo ligeramente sobrevaluado; Echavarría y Gaviria (1992)⁷ concluyeron que entre 1980 y 1985 hubo una sobrevaluación, entre 1986 y 1990 una subvaluación y en 1991 el tipo de cambio estaba en equilibrio. Para períodos más recientes, Carrasquilla y Arias (1997)⁸ encontraron una sobrevaluación de cerca de 14% durante el período 1990-1996, mientras que en Arias y Zuleta (1997)⁹ el resultado principal predice que, durante el mismo período, no hubo sobreva-

⁶ Herrera, S., junio de 1989, "Determinantes de la Trayectoria del Tipo de Cambio Real en Colombia", *Ensayos sobre Política Económica*, Banco de la República.

⁷ Echavarría, J.J. y Gaviria, A., diciembre de 1992, "Los Determinantes de la Tasa de Cambio y la Coyuntura Actual en Colombia", *Coyuntura Económica*, Fedesarrollo.

⁸ Carrasquilla, A. y Arias, A., 1996, "Tipo de Cambio Real en Colombia: ¿Qué pasó?", Mimeo, Banco de la República.

⁹ Arias, A. F. Y Zuleta, H., 1997, "Tasa de Cambio Real e Inversión: La experiencia de 1990-1996", *Borradores Semanales de Economía*, No. 76.

luación del peso. Por su parte, Cárdenas (1997)¹⁰ encontró una sobrevaluación para el primer trimestre de 1996 que va en un amplio rango de 3% a 24,9% dependiendo del método y del índice utilizados, y en Herrera (1997)¹¹ el cálculo fue entre 1,8% y 2,8% para junio de 1996. Finalmente, en un estudio reciente del Banco de la República¹², se concluyó que durante 1997 el tipo de cambio real estuvo sobrevaluado entre 9% y 10%.

De lo anterior se puede concluir que existe un cierto consenso en el sentido de que el tipo de cambio ha estado revaluado en términos reales a finales de los setenta y principios de los ochenta, y en los años recientes. Sin embargo, hay una enorme diversidad en cuanto a la magnitud del rezago cambiario del país y, en esta medida, tampoco hay una clara precisión en cuanto a la cantidad en que éste debe corregirse.

El segundo aspecto que hay que tener en cuenta tiene que ver con el impacto de la devaluación nominal sobre el comportamiento del tipo de cambio real. La mayoría de estudios internacionales indican que la devaluación nominal produce una devaluación real durante un período que oscila entre 1 y 2 años, aún cuando el período parece ser menor en América Latina (y especialmente en Colombia) que en el Asia¹³.

La discusión sobre este punto central no ha sido concluyente en el caso de Colombia. Para comenzar, varios autores han encontrado que no existe una relación de largo plazo entre la tasa de cambio nominal y la real. Calderón (1995)¹⁴, por ejemplo, encontró que los movimientos en la tasa de cambio nominal no inciden en la trayectoria de largo plazo de la tasa de cambio real, y más bien tales cambios se traducen en aumentos en inflación. Para Herrera (1987), Cárdenas (1997), Otero (1997)¹⁵ entre otros, los movimientos en la tasa de cambio nominal tienen un efecto instantáneo sobre la real, pero al cabo de un tiempo parte de esta ganancia se pierde. Misas y Arias (1997)¹⁶, por ejemplo, encontraron que el efecto desaparece después de cuatro a seis meses bajo el esquema de banda cambiaria¹⁷. Más aún, en algunos estudios como en Echavarría y Gaviria (1992) se concluye que las devaluaciones nominales pueden acelerar la convergencia de la tasa de cambio real hacia el nivel de equilibrio, pero sólo cuando las fuentes que generan el desequilibrio (como políticas fiscales y monetarias inconsistentes) son eliminadas, y sólo así las devaluaciones nominales podrían tener un efecto duradero. Esta situación se ha evidenciado en el país en el período reciente. La fuerte devaluación presenciada en el mes de septiembre de 1997 y que ha continuado a lo largo del presente año, sólo corrigió la tasa de cambio real por algunos meses alcanzando valores

¹⁰ Cárdenas S, M., 1997, "La Tasa de Cambio en Colombia", Cuadernos de Fedesarrollo No.1, Fedesarrollo.

¹¹ Herrera, S., marzo de 1997, "El Tipo de Cambio Real y la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos de Largo Plazo en Colombia", *Coyuntura Económica*, Fedesarrollo.

¹² SGEE, Banco de la República, marzo de 1998, "El Actual Tipo de Cambio de Equilibrio", Mimeo, Banco de la República.

¹³ De Gregorio, J., y Boreinsztein, E., 1998, "Devaluations and Inflation after Currency Crises", Mimeo.

¹⁴ Calderón, A., junio de 1995, "La Tasa de Cambio Real en Colombia: Mitos y Realidades", *Coyuntura Económica*, Fedesarrollo.

¹⁵ Otero, J., diciembre de 1997, "Los Determinantes de la Tasa de Cambio Real en Colombia", *Coyuntura Económica*, Fedesarrollo.

¹⁶ Misas, M. y Arias, A.F., 1997, "Monetary Neutrality in the Colombian Real Exchange Rate", Mimeo, Banco de la República.

¹⁷ Bajo el régimen de *crawling peg*, el efecto desaparece al cabo de un año y medio.

96,4 para el ITCR1 en diciembre de 1997, para luego volver a retomar niveles cercanos a 87 en julio del presente año.

En resumen, los resultados sugieren que la devaluación nominal sí produce un cambio real de la tasa de cambio, pero el cambio podría tener una corta duración en algunos casos. Es indispensable que la devaluación nominal vaya acompañada de medidas contraccionistas, tales como la reducción del déficit fiscal, para garantizar un cambio duradero en la tasa de cambio real.

Lo anterior nos introduce al análisis del tercer aspecto que tiene que ver con la relación entre el gasto público y el tipo de cambio real. Nuevamente haciendo alusión a varios de los autores anteriores, es evidente que uno de los determinantes fundamentales de la tasa de cambio real de largo plazo es el gasto del gobierno. Aunque con diferentes metodologías, existe coincidencia en el exceso de gasto del gobierno, y especialmente el gasto en funcionamiento, es en buena parte el responsable de la revaluación real del peso colombiano. En Calderón (1995) por ejemplo, un aumento de 1% del gasto como proporción del PIB revalúa la tasa de cambio en términos reales en 3% y, en este sentido, el autor encontró que el comportamiento del gasto público durante el último quinquenio generó una apreciación del tipo de cambio real del orden de 15%. En Echavarría y Gaviria (1992) un aumento de 10% en el déficit fiscal¹⁸ trae consigo una revaluación real del 1% y, finalmente, Cárdenas (1997) no sólo encontró que un incremento de un punto porcentual (como % del PIB) del gasto público del Gobierno Central está asociado a una revaluación del 0,29%, sino que además determinó que si el gasto público se hubiera mantenido en su nivel de

1992 (13% del PIB) en los años posteriores, la tasa de cambio no estaría devaluada en términos reales hoy con respecto a su nivel de equilibrio.

Se concluye entonces, dada la evidencia de la importancia de la variable fiscal sobre el comportamiento de la tasa de cambio real de largo plazo, que la medida adoptada por la Junta a comienzos de septiembre no tendrá efectos reales de mediano y largo plazo diferentes a los inflacionarios si no va acompañada de un serio ajuste fiscal y especialmente de una reducción en el gasto público. Como bien se sabe, en la actualidad el Gobierno ha presentado un paquete de medidas de ajuste que hasta ahora está en estudio por parte del Congreso de la República. Si dicho ajuste no se hace, lo único que habrá logrado el Gobierno es una mayor presión inflacionaria sin alcanzar el objetivo de corregir los desequilibrios externo e interno.

C. Impacto del desplazamiento de la banda

Aunque ha transcurrido poco tiempo desde que el Banco de la República tomó la medida consistente en desplazar 9% la banda cambiaria, ya se vislumbran efectos sobre algunas variables que vale la pena resaltar, y que no solamente ponen en entredicho el cumplimiento de los objetivos perseguidos, sino que además evidencian un comportamiento bastante particular del mercado cambiario.

En primer lugar, resulta evidente que el mercado cambiario ha seguido caracterizado por fuertes expectativas alcistas sobre la tasa de cambio. Prueba de lo anterior es el comportamiento de la tasa de cambio en el último mes: no sólo no se ha mantenido en el nivel que estaba antes de adoptarse la medida, sino que además se ha acercado de manera acelerada al techo de la banda. Como puede apreciarse en el Gráfico 11, las presiones cambiarias han sido intensas. Lo anterior puede corroborarse con la

¹⁸ Medido como déficit fiscal sobre la base monetaria.

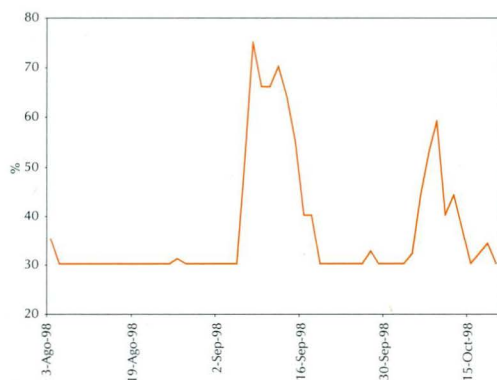
Gráfico 11. BANDAS TASA DE CAMBIO REPRESENTATIVA DEL MERCADO



Fuente: Banco de la República.

encuesta realizada por La Nota Económica que muestra que, después de adoptarse la medida, las expectativas devaluacionistas aumentaron. El mismo mensaje arroja el comportamiento de las tasas de interés domésticas (determinadas por la tasa de interés internacional -relativamente constante- y por las expectativas de devaluación) las cuales pasaron de niveles cercanos a 30% antes de la medida, a niveles promedio muy superiores en las semanas

Gráfico 12. TASA DE LOS REPOS



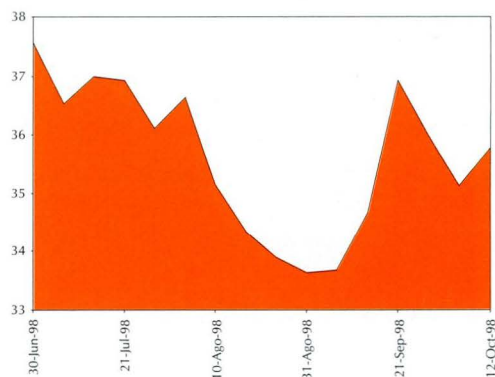
Fuente: Banco de la República.

posteriores. Se observaron niveles pico mayores a 70% en los primeros días de septiembre y de octubre (Gráfico 12). Esto se extendió a un aumento del costo de las captaciones y del crédito: la DTF, que había bajado durante varias semanas, volvió a subir a niveles de 35% (Gráfico 13).

Adicionalmente, y como consecuencia de este comportamiento del mercado cambiario, para evitar que el tipo de cambio alcanzara nuevamente el techo de la nueva banda, el Banco de la República ha intervenido de manera permanente y el proceso de pérdida de reservas internacionales ha continuado. En el último mes, éstas han caído en cerca de US\$200 millones (Gráfico 14).

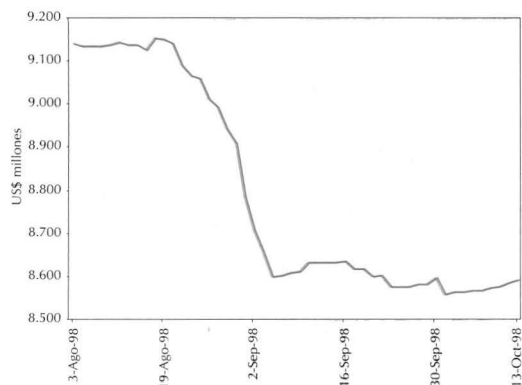
En síntesis, ni en materia de tasas de interés ni de reservas internacionales, se ha obtenido el efecto deseado. Sin embargo, la tasa de cambio real es la única variable que hasta ahora ha respondido de manera favorable a la fuerte devaluación: el ITCR1 tuvo un incremento de 10,9 puntos en septiembre y llegó a un valor de 98,9, el nivel más alto desde principios de la década (Gráfico 15). Además de la fuerte devaluación, este comportamiento ha resulta-

Gráfico 13. DTF SEMANAL



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 14. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS DIARIAS (Agosto-octubre 1998)



Fuente: Banco de la República.

do de la reducción en el ritmo de crecimiento de los precios internos (en septiembre el IPP creció 0.03%, inferior a la inflación internacional). No obstante, y como se mencionó en detalle, la corrección de la tasa de cambio real será sólo temporal si la devaluación no va acompañada de un ajuste fiscal importante.

D. Alternativas frente a la actual situación cambiaria

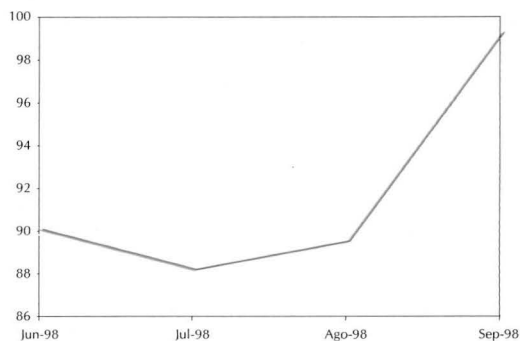
Frente a la medida relacionada con el desplazamiento de la banda que fue adoptada por el Banco de la República para hacer frente a la difícil situación por la que atraviesa el mercado cambiario y a la enorme caída de las reservas internacionales, se ha argumentado que existen otras alternativas para manejar el actual problema cambiario. Explorar otras opciones adquiere aún más sentido si se tiene en cuenta que en el futuro cercano las economías emergentes tendrán que enfrentar probablemente fuertes presiones de mercado al alza del tipo de cambio (como es el caso reciente del Ecuador y de las amenazas de una fuerte devaluación en Brasil y en Venezuela), en buena parte como consecuencia de la crisis internacional que ha originado serias restricciones en el mercado de capitales.

En este sentido, resulta útil hacer un breve recuento de los diferentes regímenes que son utilizados por los países para manejar la tasa de cambio. En la práctica existen dos tipos de esquemas extremos como son, el de tasa de cambio fija en el cual se determina un nivel específico de tasa de cambio, y el de libre flotación donde la tasa de cambio encuentra su propio nivel de acuerdo con el funcionamiento del mercado y sin intervenciones del Banco Central. Existen además sistemas intermedios como el sistema de *crawling peg* que consiste en determinar una trayectoria de la tasa de cambio y que incorpora cambios con alguna frecuencia, y el régimen de bandas cambiarias o *crawling bands*, donde se fija un margen al interior del cual se permite el movimiento del tipo de cambio. Comencemos por mirar las principales características de cada uno de ellos así como sus ventajas y desventajas.

1. Tasa de cambio fija y crawling peg

En primera medida, bajo sistema de tipo de cambio fijo, al igual que en el caso del *crawling peg*, la oferta monetaria es endógena y el Gobierno no puede determinarla directamente. Es decir, en la práctica las autoridades abandonan la indepen-

Gráfico 15. ITCR1 Junio-septiembre 1998



Fuente: Banco de la República.

dencia monetaria y subordinan la política en esta materia a la meta de tasa de cambio. En este sentido, bajo este esquema la política monetaria debe ser orientada en última instancia a defender la tasa de cambio escogida.

Las principales ventajas de este régimen se concentran en la estabilidad que provee al funcionamiento del mercado cambiario y en que permite un mayor control de la inflación. Pero también presenta serias desventajas. Por una parte, sobresalen la pérdida de independencia monetaria y el costo que implica la defensa de la tasa de cambio en materia de reservas internacionales y de tasas de interés. Por otra parte, el hecho de escoger una tasa de cambio fuerte que controle la inflación, puede afectar los niveles de competitividad internacional de un país. Además, este esquema es altamente propenso a ataques especulativos y cuando éstos se presentan, el esquema se vuelve insostenible.

Lo anterior nos lleva a concluir que el régimen de tasa de cambio fija o *crawling peg* no parece una alternativa deseable en un país caracterizado por la presencia de procesos especulativos. Tampoco resulta apropiado en aquellos casos en los cuales se presenta simultáneamente un rezago cambiario y un proceso inflacionario.

2. Flotación del tipo de cambio

En sentido contrario al régimen anterior, la mayor ventaja de la flexibilidad cambiaria consiste en que permite un mayor control de la política monetaria y ésta no se subordina exclusivamente a la defensa del mercado cambiario. Uno de los argumentos clásicos a favor de este sistema, radica en que la flotación economiza la necesidad de utilizar reservas, dado que los cambios en la oferta y demanda de moneda extranjera pueden ser absorbidas a

través de una variación en el precio (la tasa de cambio) más que en la cantidad de reservas.

Sin embargo, el esquema no está exento de problemas. Además de imprimir una gran volatilidad al mercado cambiario, una de las mayores desventajas, en buena parte debido a la imperfección de los mercados y a la presencia de expectativas no siempre racionales de los agentes, radica en que la tasa de cambio puede terminar alejándose de los fundamentales incluso en el largo plazo, o en otros términos, tiende a desalinearse frente a su valor de largo plazo. Adicionalmente, si el sistema de flotación es limpio, se pierde el control de la inflación.

El análisis de esta alternativa requiere de un enorme cuidado. En primer lugar, este esquema no parece conveniente en países caracterizados por fuertes desequilibrios en sus variables fundamentales. En segundo lugar, tampoco parece adaptarse a países que sufren de un rezago cambiario que contribuye a un elevado déficit en la cuenta corriente. En este sentido, resulta riesgoso "dejar hablar" al mercado, y no es deseable perder el control total de la política cambiaria. En tercer lugar, tampoco es conveniente en países donde una de sus prioridades es el control de la inflación.

No obstante lo anterior, este esquema es ventajoso cuando un país está expuesto a fuertes presiones cambiarias y cuando las reservas internacionales están en peligro.

Un ejemplo de la adopción de este régimen es el caso mexicano. Posterior a la crisis de 1994-1995, México abandonó el esquema de banda cambiaria y permitió la flotación del peso en respuesta a las fuertes presiones cambiarias. El resultado en materia de reservas internacionales ha sido el esperado (hoy tienen en cerca de US\$ 30 miles de millones, mientras un año atrás la cifra era de US\$ 24). Sin

embargo, la tasa de interés real es bastante alta (18,8% para el interés real de captación, depósitos a 90 días), lo cual refleja que, no obstante la flotación libre de su moneda, las expectativas de devaluación continúan presionando el mercado.

3. *Banda cambiaria o crawling band*

Frente a los esquemas anteriores, los regímenes de bandas cambiarias como el adoptado por Colombia en 1994, constituyen una vía intermedia para manejar el mercado cambiario. Este permite, por una parte, usar la política monetaria para objetivos de estabilización doméstica y, por otra parte, mantener la tasa de cambio dentro de un margen considerado apropiado. Además, logra un balance entre una mayor flexibilidad del tipo de cambio y la posibilidad de predecir su comportamiento. Esto se debe a que el Gobierno anuncia una zona dentro de la cual se puede mover el tipo de cambio y su disposición a defender los límites: en el extremo superior vende dólares (reservas internacionales), y en el inferior los compra. Evidentemente, este tipo de intervenciones en los márgenes para efectos de defender la banda, también afecta los fundamentales de la economía debido a que alteran la oferta relativa de moneda doméstica: si la tasa de cambio está en el piso compra dólares con moneda local y aumenta la oferta monetaria y si está en el techo, disminuye la oferta monetaria.

La ventaja del régimen de bandas sobre el de tasa de cambio fija o *crawling peg* es que permite una cierta variación de las tasas de cambio y, en este caso, la defensa de los límites se convierte en un problema ocasional y no en una preocupación continua como en el primer caso. Por otra parte, como se argumenta en Krugman (1991)¹⁹, las bandas tienen una propiedad estabilizadora cuando gozan de perfecta credibilidad, ya que las expectativas de los agentes sobre el valor futuro de la tasa de cam-

bio modifican su trayectoria²⁰. Sin embargo, esta propiedad estabilizadora desaparece parcialmente cuando se pierde la credibilidad, además de generarse una fuerte inestabilidad en el mercado²¹. Cuando no se cree en la banda, es parecido a vivir en un mundo de libre flotación. Por su parte, la credibilidad de la banda se deteriora cuando los agentes perciben que el Banco Central pueden preferir mover la banda antes que asumir los costos de defenderla, cuando se producen frecuentes realineaciones²² o cuando la banda no es consistente con determinada tasa de cambio real o bien no corresponde a los fundamentales de la economía.

Además del problema de credibilidad, este sistema también es altamente vulnerable a los ataques especulativos: una reducción en la oferta monetaria para defender la banda implica un deterioro en los fundamentales, lo cual genera una especulación contra las reservas internacionales. En este caso, las soluciones pueden ser abandonar la banda, o bien moverla. El problema surge en la medida en que el movimiento responde a ataques especulativos sin que necesariamente refleje el comportamiento de

¹⁹ Krugman, P. 1991, "Target Zones and Exchange Rate Dynamics", *The Quarterly Journal of Economics*, MIT Press.

²⁰ Si la tasa se acerca al techo, los agentes esperan una apreciación futura (por la intervención) y en consecuencia ésta resulta menor que la que sería determinada por los fundamentales. Esto es lo que explica su forma de S.

²¹ Si los agentes no creen en la defensa de la banda y perciben la posibilidad de una o varias realineaciones, se produce una fuerte especulación y se superan los límites de la banda. Sin embargo, como se argumenta en Krugman (1991), aunque la banda se vuelve menos estabilizadora que en el caso de perfecta credibilidad, puede seguir manteniendo esta propiedad. El grado de estabilización depende del grado de credibilidad.

²² Se argumenta en Williamson (1995) que este problema puede neutralizarse cuando es posible identificar las necesidades de realineación prontamente y éstas se implementan cuando la tasa de cambio está al interior de la banda y no en los límites.

los fundamentales económicos. En este sentido, cualquier cambio que se haga a la banda debe ser buscando que la paridad central se acerque al máximo a la tasa de cambio real de equilibrio, más que responder a presiones coyunturales de mercado.

El sistema de bandas parece ser el más apropiado cuando se persiguen los objetivos de controlar la inflación y a la vez mantener cierto nivel de competitividad internacional de los precios. Adicionalmente el *trade-off* entre estos dos propósitos puede modificarse alterando los parámetros que la determinan, tales como la paridad central, la amplitud y la pendiente. No obstante, bajo este sistema existe también una alta propensión a que se produzcan ataques especulativos y más aún cuando éste pierde credibilidad y, en consecuencia, puede conducir a un fuerte proceso de pérdida de reservas internacionales.

En síntesis, y para responder a la pregunta de qué debe hacer Colombia en el futuro para manejar el problema cambiario y qué tipo de esquema es el más idóneo, resulta útil hacer las siguientes apreciaciones. En primer lugar, adoptar un sistema de cambio fijo o volver al esquema de *crawling peg* no parece conveniente, en particular porque, en presencia de presiones inflacionarias, esto implicaría una caída de la tasa de cambio real. La alternativa sería entonces mantener el actual sistema de bandas o dejar flotar el tipo de cambio. Sin embargo, ninguna de las dos opciones está exenta de problemas.

La primera alternativa, es decir mantener la actual banda cambiaria, parece no ser sostenible en el mediano y largo plazo debido a que, tal y como argumentan varios analistas, los sistemas intermedios se vuelven insostenibles en momentos de crisis internacional. Sin embargo, también recomiendan no abandonar el sistema cuando el mercado cambiario se encuentra bajo una fuerte presión, y más

bien hacerlo cuando no existan presiones especulativas. Por otra parte, y se ha comprobado en el caso colombiano, y especialmente como resultado del reciente desplazamiento, la actual banda parece haber perdido credibilidad. En este sentido, producir un nuevo desplazamiento o ampliación de la banda conduciría a acabar completamente con el sistema.

La segunda alternativa, la flotación del tipo de cambio, también presenta serios inconvenientes. En primer lugar, porque no consideramos probable que las autoridades cambiarias del país permitan una flotación limpia del tipo de cambio, en cuyo caso no se daría el mencionado ahorro de reservas internacionales. Lo más probable es que, dadas las expectativas de devaluación que hoy caracterizan el mercado, el aumento de la tasa de cambio sería de tales magnitudes que el Banco de la República tendría que intervenir masivamente, implicando con esto que entraríamos a un sistema de flotación sucia. En segundo lugar, y nuevamente como consecuencia de las actuales características del mercado cambiario, dejar flotar el tipo de cambio conduciría a un fuerte proceso inflacionario, el cual consideramos inconveniente desde todo punto de vista.

E. Conclusiones

La primera conclusión parte de la hipótesis de que la tendencia en Colombia, al igual que los demás países de la región, será hacia presiones al alza del tipo de cambio. Esta situación determinará las opciones que tiene el país para el manejo de su política cambiaria en los próximos años. En esta dirección, consideramos apropiado que se evalúen los diferentes instrumentos con los que cuenta el país para hacer frente a esta situación, tales como dejar flotar el tipo de cambio antes de dejar desplomar las reservas internacionales, o bien mantener la actual banda cambiaria. Sobre este punto, Fedesarrollo recomienda mantener en las actuales circunstan-

cias el sistema sin modificación alguna, ya que cualquier movimiento terminaría por agotar enteramente la credibilidad en la misma. Para el mediano plazo, y una vez se reduzcan las presiones en el mercado, se podría pensar en un sistema de flotación del tipo de cambio.

En segundo lugar, aún cuando es necesario adoptar medidas que tiendan a corregir el rezago cambiario que presenta el país desde hace ya varios años y que la medida adoptada recientemente por el Banco de la República apunta de manera correcta a corregir este desequilibrio, ésta ha debido adoptarse una vez hecho el ajuste fiscal. Insistimos en que la devaluación nominal no se traducirá en una mayor devaluación en términos reales si no va acompañada de un severo ajuste fiscal. En esta dirección, resulta imperante que el Gobierno logre que el Congreso de la República apruebe el paquete que ha sido presentado y que haga esfuerzos adicionales por obtener un ajuste incluso mayor al presentado hasta ahora. De no ser así, el efecto de la devaluación nominal se traducirá en mayores presiones inflacionarias sin el efecto deseado sobre la tasa de cambio real.

En tercer lugar, consideramos que es indispensable evaluar con mayor exactitud la magnitud del rezago cambiario o de la desviación de la tasa de cambio real de su valor de equilibrio, para determinar si la

medida adoptada realmente corregirá en el largo plazo el rezago, si es necesario hacer un ajuste adicional o bien si se requiere adoptar esquemas alternativos que corregir el desajuste. No obstante, para este análisis debe tenerse en cuenta que la tendencia del mercado es hacia una devaluación nominal como consecuencia de las severas restricciones de los flujos internacionales de capitales hacia las economías emergentes.

Por último, queremos enfatizar que los resultados en cuanto al cumplimiento de los objetivos perseguidos con el desplazamiento de la banda no han sido los deseados. Hasta el presente, se ha comprobado que la gran incertidumbre sigue caracterizando el mercado cambiario y que las fuertes presiones contra la nueva banda cambiaria han resultado en la necesidad para el Banco de la República de intervenir con el propósito de defender sus parámetros. En consecuencia, la pérdida de reservas internacionales se ha mantenido y las tasas de interés continúan en niveles muy elevados. El problema, a nuestro juicio, no fue la magnitud del desplazamiento, sino la medida en sí misma pues la banda perdió buena parte de su credibilidad. Frente a esta situación, es necesario que el Gobierno rompa las expectativas de los agentes y genere una mayor certidumbre en el mercado, lo cual se logra a través de hacer efectivo el ajuste fiscal planteado y de imprimir una mayor credibilidad en su política cambiaria.

PENSAMIENTO IBEROAMERICANO

Revista de Economía Política

Revista semestral patrocinada por el Instituto de Cooperación Iberoamericana (ICI) y la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). Programa patrocinado por el Quinto Centenario del Descubrimiento de América.

Junta de Asesores: Presidente: Aníbal Pinto. Vicepresidente: Angel Serrano. Vocales: Rodrigo Botero, Fernando H. Cardoso, Aldo Ferrer, Enrique Fuentes Quintana, Celso Furtado, Norberto González, David Ibarra, Enrique V. Iglesias, José Matos Mar, Francisco Orrego Vicuña, Manuel de Prado y Colón de Carvajal, Luis Angel Rojo, Santiago Roldán, Gert Rosenthal, Germánico Salgado, José Luis Sampedro, María Manuela Silva, Alfredo de Sousa, María C. Tavares, Edelberto Torres-Rivas, Juan Velarde Fuentes, Luis Yáñez-Barnuevo.

Director: Osvaldo Sunkel

Secretario de Redacción: Carlos Abad

Consejo de Redacción: Carlos Bazdresch, A. Eric Calcagno, José Luis García Delgado, Eugenio Labera, Augusto Mateus, Juan Muñoz.

Número 19

Enero-Junio 1991

SUMARIO

EL TEMA CENTRAL: «LA ENCRUCIJADA DE LOS NOVENTA. AMERICA LATINA»

PERSPECTIVAS ECONOMICAS DE AMERICA LATINA EN LOS NOVENTA

- Luiz Carlos Bresser Perelra, La crisis de América Latina. ¿Consenso de Washington o crisis fiscal?
- Enrique V. Iglesias, La difícil inserción internacional de América Latina.
- Gert Rosenthal, América Latina y el Caribe. Bases de una agenda de desarrollo para los años noventa.
- José Antonio Ocampo, Perspectivas de la economía latinoamericana en la década de los noventa.
- Victor E. Tokman, Pobreza y homogeneización social: Tareas para los noventa.

CAPITAL HUMANO, INNOVACION TECNOLOGICA Y GESTION EMPRESARIAL

- Juan Carlos Tedesco, Estrategias de desarrollo y educación: El desafío de la gestión pública.
- Ennio Rodríguez, América Latina ante el abismo creciente de su rezago tecnológico.
- Bernardo Kliksberg, Las perspectivas de la gerencia empresarial en los años noventa.

ESCENARIOS POLITICOS Y SOCIALES

- Francisco Weffort, Notas sobre a crise do Estado-Nação.
- José Matos Mar, Los pueblos indios de América.
- Helio Jaguaribe, A social democracia e as condições da América Latina e do Brasil.

LAS RELACIONES DE AMERICA LATINA CON LOS EE. UU. Y LA COMUNIDAD ECONOMICA EUROPEA

- José Miguel Insulza, Estados Unidos y América Latina en los noventa.
- Bruce M. Bagley y Juan Gabriel Tokatlán, Droga y dogma: La diplomacia de la droga de Estados Unidos y América Latina en la década de los ochenta.
- Piero Gleijeses, Reflexiones sobre la victoria de los Estados Unidos en Centroamérica.
- Jorge Grandi, Las dimensiones del Mercado Unico Europeo y América Latina: Implicaciones y reflexiones sobre algunos interrogantes.

FIGURAS Y PENSAMIENTO: Homenaje a Aníbal Pinto

- Diez años después, Angel Serrano, Pedro Pablo Núñez, Rodolfo Riezniak y Carlos Abad.
- Discurso pronunciado en la Universidade Estadual de Campinas, con ocasión de conferirse a Aníbal Pinto el título de Doctor Honoris Causa, por José Serra.
- Genio y figura de Aníbal Pinto, por Alfredo Eric Calcagno.
- Aníbal Pinto. La significación de lo político, por Enzo Faletto.
- Referencias representativas de la obra de Aníbal Pinto, por Héctor Assael.

Y LAS SECCIONES FIJAS DE

- Reseñas Temáticas: Examen y comentarios —realizados por personalidades y especialistas de los temas en cuestión— de un conjunto de artículos significativos publicados recientemente en los distintos países del área iberoamericana sobre un mismo tema. Se incluyen seis reseñas realizadas por E. Lander, L. E. Lander, L. Gómez Calcaño, M. López Maya y H. Sonntag, Alfredo Stein y Marshall Wolfe (latinoamericanas); Carlos Berzosa, Manuel Ricardo López Alfa y Marisa Loredó (españolas).
- Revista de Revistas Iberoamericanas: Más de 1.100 artículos, publicados en las principales revistas académicas y científicas de Iberoamérica, clasificados en un índice alfabético-temático de economía política.
- Suscripción por cuatro números: España y Portugal, 6.600 pesetas; Europa, 60 dólares; América Latina, 50 dólares y resto del mundo, 70 dólares.

Agencia Española de Cooperación Internacional
Revista Pensamiento Iberoamericano
Avenida Reyes Católicos, 4
28040 Madrid
Teléfono: 583 83 91
Fax: 583 83 10

Informes de investigación

CUADERNOS DE ECONOMIA

Año 35

Abril 1998

Nº 104

SUMARIO

AHORRO PRIVADO EN CHILE <i>Dominique Hachette</i>	3
MERCADO ACCIONARIO Y CRECIMIENTO ECONÓMICO EN CHILE <i>Eduardo Walker</i>	49
FINANCIAMIENTO DE LA SALUD EN LA TERCERA EDAD EN EL SISTEMA ISAPRE <i>Ronald Fischer</i> <i>Alejandra Mizala</i> <i>Pilar Romaguera</i>	73
EFFECTOS DE LA POLÍTICA MONETARIA EN CHILE <i>Rodrigo Valdés</i>	97
TECHNICAL NOTE MODELING COMPETITIVENESS IN HEMISPHERIC TRADE LIBERALIZATION: AN APPLICATION TO CHILE <i>Nancy Benjamin</i> <i>Peter Pogany</i>	127
COMMENT ON "TIPO DE CAMBIO REAL Y GASTO PÚBLICO: UN MODELO ECONOMÉTRICO PARA CHILE" <i>Larry A. Sjaastad</i>	139
COMMENT TO THE COMMENT BY SJAASTAD <i>Soledad Arellano</i> <i>Felipe Larrain</i>	151

INSTITUTO DE ECONOMIA
PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATOLICA DE CHILE

Flujos comerciales en los países andinos: ¿liberalización o preferencias regionales?¹

Juan José Echavarría S.²

I. INTRODUCCION

Latinoamérica logró en diez años "el equivalente de unas cinco rondas del GATT, seis Gramm/Rudmans, y una mayor desregulación que la alcanzada por las administraciones Carter y Reagan juntas" (Williamson, 1990 pág. 356). Los aranceles se redujeron dramáticamente, se eliminaron las cuotas, se desregularon los mercados laboral y financiero, y se privatizaron empresas estatales. Se adoptaron importantes reformas complementarias en áreas como infraestructura e inversión extranjera.

La tendencia hacia un "regionalismo abierto" fue siempre vista como otro elemento (central) dentro de esta amplia estrategia, y siguió dos caminos rela-

cionados entre sí. Por un lado, se hicieron grandes esfuerzos para reintroducir el comercio y la competencia como las variables claves detrás de una integración saludable (restándole importancia a la planeación industrial y al desarrollo sectorial). Por otro lado, se firmaron nuevos acuerdos entre los países de la región, promoviendo mayores volúmenes de comercio y disminuyendo la *desviación de comercio*.

Las reformas domésticas *unilaterales* que hacían énfasis sobre el comercio y los mercados abiertos constituyeron los principales factores detrás del impulso logrado por los esquemas de integración, pero éstas también se utilizaron en algunos casos para "amarrar" las reformas unilaterales en el tiempo, tal es el caso del *Arancel Externo Común* (AEC) del *Grupo Andino*. No obstante, los patrones, la velocidad y las características de la integración andina también estuvieron sujetos al influjo de los desa-

¹ El autor desea expresar su gratitud a Larisa Caicedo por su asistencia en la investigación, a los miembros de la Unidad de Comercio de la OEA por sus valiosos comentarios, y a la Corporación Andina de Fomento por su apoyo financiero. La colaboración de la Junta del Acuerdo de Cartagena, de la Asociación Latinoamericana de Integración y del Banco Interamericano de Desarrollo fueron vitales para el desarrollo de este trabajo.

² Director Ejecutivo de Fedesarrollo.

rollos hemisféricos. Específicamente, la firma de Mercosur y NAFTA en 1991 y 1992, la cumbre de Miami de 1994 y las Cumbres Ministeriales de Comercio en Denver, Cartagena, Bello Horizonte y San José realizadas entre 1995 y 1998, estimularon la profundización de la integración andina.

Los acuerdos con México, Chile y Caricom tuvieron cada uno sus propios méritos, pero también se vieron como pasos iniciales hacia unas negociaciones hemisféricas futuras más difíciles. Ser excluidos de grandes bloques podría resultar demasiado costoso, y las guerras comerciales y las presiones domésticas podrían llevar a un mayor proteccionismo en los Estados Unidos. Los pequeños países de la región andina tenían buenas razones para estar preocupados por la calidad y la confiabilidad del acceso futuro a los mercados hemisféricos más grandes (Whalley, 1996).

Este documento intenta evaluar el impacto de las reformas unilaterales y plurilaterales sobre la evolución de los flujos comerciales regionales. ¿Tuvieron alguna importancia las reformas? Si la respuesta es afirmativa, fue influenciada la gran expansión de las exportaciones hacia los países socios por los menores niveles arancelarios y por la apertura, siguiendo un patrón "natural", o por preferencias regionales y por una desviación comercial creada artificialmente?

La sección II.A describe brevemente la profundidad relativa (en comparación con otros países latinoamericanos) y las características de las reformas unilaterales adoptadas en Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela en los mercados financieros y laborales, y en las áreas de impuestos y privatización. La sección II.B analiza la profundidad y la velocidad de las reformas comerciales.

La sección III presenta una breve historia de los principales desarrollos institucionales del *Grupo*

Andino, de las características del *Arancel Externo Común* (AEC) firmado en noviembre de 1994, y del proceso de liberalización regional que se adelantó entre 1990 y 1992. Los países andinos crearon "el más sofisticado esquema de integración para impulsar la sustitución de importaciones a nivel regional (con el más complejo conjunto de regulaciones para implementar el acuerdo)" (Nogues & Quintanilla, 1992, pág. 285) el cual, claro está, nunca funcionó. Entre las principales razones para este fracaso se destacan las siguientes: las metas eran demasiado ambiciosas, los países eran pobres, y el comercio intra-regional representaba menos del 2% del total en esa época. La industrialización se convirtió en el principal (realmente en el único) objetivo de la integración, y se consideró que la planeación industrial era el mecanismo compensatorio ideal para los países pequeños, como respuesta a su falta de (nuevas) industrias.

Chile se retiró en 1976, y los acuerdos de liberalización fueron sistemáticamente violados por los cinco socios restantes durante la década de los 80. Inicialmente se pensó que se requería de una mayor sustitución de importaciones y de un mayor proteccionismo (Nogues & Quintanilla, 1992, pág. 285), pero muy pronto se hizo evidente que aquellas reformas "menores" carecían de valor. Se requería de una estrategia global nueva, y el "regionalismo abierto" se implementó desde finales de los años 80: la competencia y el comercio eran vistos ahora como los canales centrales para incrementar el bienestar público, especialmente en los países pequeños³; la industrialización era el resultado, y no el principal factor detrás del crecimiento económico.

Era más fácil aceptar una serie de objetivos comunes dentro de este nuevo escenario, y no es coincidencia que los países hayan firmado el AEC y hayan abolido todas las excepciones regionales durante la década de los 90. Se alcanzaron finalmente las metas del

Acuerdo de Cartagena después de un retraso de 12-15 años.

La segunda parte de la Sección III analiza las características del AEC y aquellas excepciones a la liberalización regional que estaban vigentes con anterioridad a 1990. Ciertamente, las preferencias arancelarias disminuyeron durante el período 1986-1995 (y 1990-1995), con una enorme reducción en los niveles arancelarios. Las exenciones eliminadas también jugaron un papel importante, pero no tuvieron mayores efectos sobre la tendencia producto de la liberalización unilateral.

Los flujos comerciales fueron muy dinámicos durante el período 1986-1996, especialmente en el área de manufacturas, mostrando una gran reorientación geográfica hacia los mercados andinos durante el período 1990-1995. Después de una breve presentación de las principales características de los flujos comerciales dentro de la región (Sección IV.A), la Sección IV.B muestra que el efecto de la liberalización unilateral cum preferencias regionales fue significativo durante el período 1993-1995, incrementando el comercio dentro de la región andina en un 60%-80%. Es interesante ver como el ejercicio basado en la llamada ecuación gravitacional no apoya el argumento de Yeats (1994), según el cual la expansión comercial dentro de *Mercosur* fue el resultado artificial de preferencias regionales. La Sección IV.C muestra que la creación de comercio dominó en forma importante sobre la desviación

de comercio durante el período 1986-1995 en todos los sectores en Colombia y en la mayoría de los sectores en Venezuela. La Sección IV.D especifica funciones de importaciones y sugiere que el incremento en los flujos de comercio regional estuvo determinado por la liberalización unilateral más que por las preferencias regionales.

Por último, la Sección V caracteriza adicionalmente los flujos comerciales andinos en términos de los niveles de comercio intra-industrial (CII), de la ventaja comparativa revelada y de la calificación de la mano de obra. La participación del comercio intraindustrial aumentó a niveles cercanos a 40% del comercio regional, lo cual sugiere que el ajuste a los grandes cambios que se dieron en los flujos comerciales se llevó a cabo al interior de las compañías y no implicó una mayor realineación de la producción doméstica. También mostramos que las exportaciones más dinámicas a la región fueron parcialmente el resultado de la reorientación geográfica, pero que no se alejaron significativamente del "promedio global" en términos de intensidad de capital o de ventajas comparativas reveladas.

II. LIBERALIZACION UNILATERAL

A. Las reformas

Sebastián Edwards (Edwards, 1995b) considera que las fuerzas fundamentales detrás de los cambios en las políticas económicas fueron principalmente "locales", resultado de la "búsqueda que comenzó en Latinoamérica a comienzos de la década de los 80". Esto, a su vez, fue causado en parte por el fracaso de los programas heterodoxos implementados a mediados de los años 80, por el ejemplo de los países del Asia oriental con políticas orientadas hacia el exterior, y por la re-interpretación de la experiencia chilena. No debemos olvidar que la participación latinoamericana en el comercio internacional ha venido disminuyendo década tras

³ Esta es una propuesta estándar dentro de la teoría del comercio de Hecksher/Ohlin, pero también es válida para modelos con competencia imperfecta. En este caso "el ingreso mundial real definitivamente aumentará con el comercio, al igual que el ingreso real de los países más pequeños. Los monopolios en los países grandes, sin embargo, disminuyen los niveles de producción en relación con la autarquía, lo cual podría posiblemente resultar en ganancias negativas del comercio para los países grandes" (Markusen, 1993, pág. 70).

década, desde niveles cercanos a 11% en 1948 a menos de 3% en 1990 (Norheim, Finger & Anderson, 1993)⁴.

Stephan Haggard (Haggard, 1995) asigna un papel más importante a las fuerzas "externas", tales como la crisis de la deuda internacional de 1982 y las políticas de las instituciones financieras internacionales⁵. Todas estas fuerzas jugaron un papel, pero es posible que las fuerzas "locales" hayan cumplido un papel más importante dentro los países andinos, en su condición de *reformadores tardíos*. La relación promedio deuda PIB fue 0,9 cuando los países *reformistas tempranos* y de *segunda fase* (Edwards, 1995a), implementaron sus reformas, y 0,54 cuando los *reformistas de tercera fase* implementaron las suyas; obviamente, las menores relaciones de deuda redujeron el apalancamiento de las instituciones internacionales. La deuda y las fuerzas externas no constituyeron los principales factores detrás de las políticas adoptadas en Venezuela, en donde la reforma comenzó en 1989, Colombia (1990-1991), Ecuador, (1990)⁶, o Perú, (1991). En su lugar, los nuevos presidentes electos y los tecnócratas dieron un impulso vigoroso a las ideas innovadoras.

Un reciente trabajo sostiene que las reformas estructurales de las últimas décadas aumentaron el ingreso per capita en Latinoamérica en 12%, y que el crecimiento promedio del PIB en la región hubiera

sido solamente 1,9% sin las reformas (Lora & Barrera, 1997). También es probable que, con la reformas, el comercio recupere algo de la importancia y el impacto que una vez tuvo (ver más adelante).

Las reformas más profundas se presentaron en los campos del comercio (ver Sección II.B) y de las finanzas. Se eliminaron las tasas de cambio múltiples, la mayoría de las restricciones sobre los flujos de capital y los requisitos para la expatriación de los ingresos de exportación. El diferencial promedio entre el precio de mercado de la moneda extranjera y la tasa oficial de cambio era del 2% en 1995, comparado con 72% en 1989. Venezuela fue el único país latinoamericano que dio marcha atrás al proceso de liberalización de la tasa de cambio en forma temporal durante 1994.

Otras reformas fueron menos ambiciosas: los impuestos al valor agregado reemplazaron otros impuestos con mayores niveles de distorsión, y se redujeron los impuestos marginales sobre la renta. Aun así, la efectividad del sistema impositivo continúa siendo baja debido a los problemas derivados de la evasión y a la falta de una buena administración. La privatización estuvo fuertemente concentrada en algunos países, y tan sólo cinco de ellos (entre 26 tomados en cuenta) presentaron niveles de privatización con promedios superiores al 1% del PIB anual durante la década de los años 90. Finalmente, las reformas del mercado laboral fueron muy limitadas, y sólo cinco países lograron implementar reformas de alguna importancia.

Con base en la clasificación relativa para los años iniciales (1985) y finales (1995), los autores han dividido su muestra en *reformistas tempranos*, *recientes*, *graduales* y *lentos*. El primer grupo mostraba un alto grado de "neutralidad" en la política económica, tanto en 1985 como en 1995; los *reformistas recientes*

⁴ La relación entre el comercio total y el PIB cayó del 31% al 25% durante el mismo período.

⁵ Haggard (1995) también menciona las presiones por parte de los países industrializados a través de políticas comerciales retaliatorias, y los cambios en el régimen que rige el comercio internacional.

⁶ Asignamos este año al Ecuador con base en nuestras observaciones de las reformas arancelarias de la Sección II.B, aunque Edwards clasifica al Ecuador como a un país que no hizo reformas.

tes y graduales mostraban un bajo índice, ya fuese en 1985 o en 1995; y el índice para los *reformistas lentos* estaba por debajo del promedio, tanto en 1985 como en 1995. Los autores presentan una amplia variedad de experiencias en la región andina. Bolivia fue uno de los cuatro *reformistas tempranos* de la región (junto con Argentina, Chile y Jamaica); Perú aparece como un *reformista reciente*, y Colombia como un *reformista gradual*; finalmente, Ecuador y Venezuela son considerados *reformistas lentos*.

Esta clasificación debería ser de utilidad en la discusión hacia el futuro del "regionalismo abierto" en los países andinos, ya que, según proponemos en este trabajo, el "regionalismo abierto" es el resultado de la liberalización unilateral. Es preocupante observar que los dos países mayores de la región pertenecen al grupo de *reformistas graduales* (Colombia) o lentos (Venezuela).

Observando las diversas áreas de la reforma, vemos que solamente Bolivia atravesó por un proceso de reformas "muy profundas" (con calificación menor de 5), principalmente en las áreas de diferenciales de la tasa de cambio (calificación de 2), impuestos (3), y privatización (4). Tan sólo en unos pocos campos califican los países andinos como *reformistas fuertes* (esto es, calificaciones entre 5 y 10): Colombia y Venezuela en el área de controles; Ecuador en impuestos; y Perú y Venezuela en el área de privatizaciones.

Hufbauer & Schott (1994), diseñaron "indicadores de preparación" para la integración para 23 países de la región durante el período 1990-1992. Consideraron 7 variables: estabilidad de precios, disciplina presupuestal, deuda externa, estabilidad de la moneda, políticas orientadas hacia el mercado, dependencia de los impuestos sobre el comercio, y funcionamiento de la democracia. Las políticas recibieron

una calificación entre 1 y 5, con mejores calificaciones para aquellas más neutrales u ortodoxas.

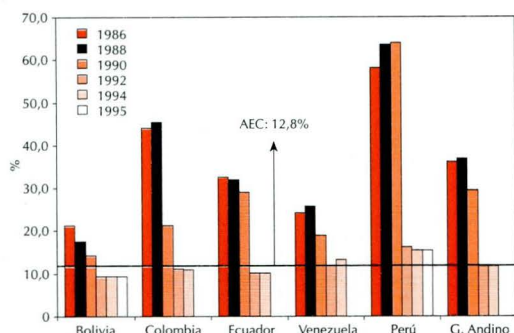
Los países andinos obtienen de nuevo una calificación combinada de 3,4, mejor que la del *Mercado Común Centroamericano* (2,7) y Mercosur (3,1), pero menos buena que la de NAFTA (4,4), Chile (4,4), y Caricom (3,7). Venezuela (3,9) presentó mejores resultados, y Perú menos buenos (2,1) que los otros tres países (3,7 para Colombia y Bolivia, 3,4 para Ecuador). Schott & Kotschwar, (1996), repitieron el ejercicio para años más recientes, con una importante mejoría en las calificaciones asignadas al Perú después de sus reformas de 1992. Rajapatirana, (1998), encuentra algunas reversas en la política económica en Colombia durante el período 1994-1997, principalmente en el área de comercio, con una mayor protección para la agricultura y una mayor utilización de políticas *anti-dumping*.

B. Aranceles

El Gráfico 1 resume la evolución de los impuestos sobre el comercio exterior (aranceles y barreras para-arancelarias, no incluye los efectos de las cuotas y de otros mecanismos no arancelarios) en los países andinos entre 1986 y 1994; la línea sólida representa el nivel del *Arancel Externo Común* (AEC). También se presenta información sobre los niveles arancelarios en 1995 para Bolivia y Perú, los dos países que no firmaron el AEC (ver más adelante). El Anexo 1 suministra información adicional acerca del número de niveles arancelarios y la desviación estándar.

Los impuestos al comercio exterior disminuyeron en el *Grupo Andino* de 36%-37% en 1986-1988 a menos de 12,8% en 1995 (el *Arancel Externo Común, Decisión 370*)⁷, siendo los niveles iniciales mucho mayores en el Perú (64%) y en Colombia

Gráfico 1. ARANCELES AD-VALOREM EN LOS PAISES ANDINOS, 1986-1995
(Promedios ponderados)



Metodología: Incluye para-aranceles; las importaciones de 1993 se usan como ponderadores.

Fuente: Anexo A.1, Aladi y datos del Intal.

(45%) que en el Ecuador (32%), Venezuela (26%) o Bolivia (21%)⁸. Esto es consistente con la concepción de que, con excepción de Bolivia, los países del *Grupo Andino* fueron *reformistas tardíos* en materia de política económica. Por otro lado, las reformas al comercio concluyeron en menos de tres años en la mayoría de los casos, lo que significa que la velocidad de las reformas comerciales fue mayor que para muchos otros países latinoamericanos⁹.

La dispersión también se redujo en forma drástica. En 1986 existían 73 niveles de impuestos (arancelarios y para-arancelarios) en Perú (y 26 niveles

arancelarios), 61 (36) en Ecuador, 54 (45) en Bolivia, 41 (41) en Venezuela, y 29 (29) en Colombia, comparados con los 3-4 niveles del *Arancel Externo Común*. La *desviación estándar* del arancel disminuyó año tras año, desde niveles especialmente elevados en Ecuador y Venezuela. El máximo en 1986 fue de 169% en Ecuador, 138% en Perú, 135% en Colombia, 113% en Venezuela, y 38% en Bolivia; se redujo a 35% con la adopción del *Arancel Externo Común*.

Todos los países, con excepción de Venezuela, tenían importantes impuestos para-arancelarios "disfrazados" antes de 1992, que representaban 84% del arancel oficial un año antes de ser definitivamente eliminados en Bolivia (56%, 1986), Colombia (68%, 1988), Perú (24%, 1990), y en Ecuador (24%, 1992).

¿Aumentaron los aranceles como resultado de la adopción del *Arancel Externo Común*? exploraremos este aspecto en la Sección III.C, pero podemos adelantar que los promedios globales contenidos en el Gráfico 1 sugieren que los cambios hacia arriba fueron relativamente menores. Los aranceles no aumentaron en Venezuela, y se incrementaron sólo marginalmente en Colombia (de 11,0% a 12,8%) y en el Ecuador (del 10,1% a 12,8%). Bolivia no adoptó el *Arancel Externo Común*, y Perú sólo lo hará en el año 2006. Los incrementos arancelarios podrían ser incluso menores a los aca señalados pues la *Decisión 370* del acuerdo, los países podrían adoptar aranceles menores para bienes no producidos dentro de la región.

La información sobre cuotas y barreras no-arancelarias es siempre difícil de obtener y de evaluar, aunque es claro que éstas estuvieron presentes durante la década de los 80 en la mayoría de los países latinoamericanos. Edwards (1995^a), muestra

⁷ La *Decisión 370* permite a los países aplicar aranceles más bajos cuando los bienes no son producidos en la región.

⁸ Y estos niveles ya eran bajos comparados con décadas anteriores. Es así como Balassa, (1983), reporta los siguientes niveles arancelarios no ponderados para 1973: Bolivia: 54%, Chile: 172%, Colombia: 70%, Ecuador: 106%, y Perú: 90%.

⁹ Brasil, Paraguay y Uruguay redujeron los aranceles en 10 años. Argentina redujo sus aranceles en forma drástica entre 1986 y 1988, pero los aumentó ligeramente en 1994.

que durante el periodo 1985-1987 las barreras no-arancelarias afectaron 73% de las importaciones en Colombia, y fueron significativos en Ecuador (59%), Perú (53%), Venezuela (44%), y Bolivia (25%).

La escasa evidencia disponible parece sugerir que los sectores altamente protegidos por restricciones cuantitativas también gozaron de los mayores niveles arancelarios. Es así como hubo mayor facilidad para importar materias primas y bienes de capital que para importar productos terminados, alimentos y productos agrícolas.

La mayoría de las barreras no-arancelarias se eliminaron en la región y, como lo muestra Edwards (1995) para 1991-92 la cobertura de las barreras no-arancelarias fue de 0% en Bolivia, Perú y Ecuador, 1% en Colombia y 5% en Venezuela. Los países de la región andina han adoptado muy pocas barreras no-arancelarias después de 1992, de acuerdo con la evaluación anual desarrollada por ALADI¹⁰.

III. LA COMUNIDAD ANDINA

A. Historia temprana

El movimiento hacia la integración regional comenzó en Latinoamérica durante la década de los años 50, y se concretó con la firma, por parte de 11 países, de la Asociación Latinoamericana de Libre Comercio (ALALC) en 1960. Los acuerdos de integración supuestamente deberían eliminar los límites impuestos por los pequeños mercados domésticos como resultado de la estrategia de desarrollo de sustitución de importaciones, permitiendo econo-

mías de escala y ofreciendo competitividad y una base de entrenamiento para las compañías locales. (De la Torre & Kelly, 1992). Se obtuvieron importantes resultados durante 1960-1966, pero el impulso disminuyó marcadamente después de 1967. (Aitken & Lowry, 1973); (Wonnacott & Lutz, 1989).

Muchos pensaron en ese momento que los beneficios generados por la ALALC serían apropiados por los países ricos (México, Brasil y Argentina), y que la ALALC tenía una orientación demasiado "comercial": "No incluía medidas para garantizar un desarrollo balanceado entre los países, ni garantizaba la distribución equitativa de los beneficios de la integración mediante una planeación de la inversión a escala regional" (French-Davis, 1977). La integración era la panacea, y debería beneficiar a los productores domésticos no a las compañías extranjeras. En el "sueño integrador": no importaba mucho que los países fuesen pobres, el precario empresariado, y que la interacción económica fuese prácticamente inexistente; el comercio intra-regional representaba menos del 2% del comercio total en ese momento¹¹.

El "pesimismo exportador", la CEPAL, y la llamada "escuela de la dependencia" (que en su versión extrema argumentó que el comercio causaba subdesarrollo y pobreza) no crearon un ambiente saludable para promover el comercio y la integración comercial. El presidente socialista Salvador Allende en Chile y el gobierno militar izquierdista en Perú no se destacaron propiamente como defensores del comercio y de los mercados.

¹⁰ Rajapatirana, (1998), menciona las nuevas cuotas (contratos de absorción) en Colombia para importaciones agrícolas.

¹¹ Para estar seguros, estos objetivos eran compartidos por otros acuerdos de integración tales como el *Mercado Común Centroamericano*. No obstante, a pesar de que el comercio regional representaba el 10% del PIB en Centroamérica, tan sólo alcanzaba 1%-2% del PIB en los países andinos y en los países de la ALALC (Wonnacott & Lutz, 1989).

La *Declaración de Bogotá* de agosto de 1966, y la *Declaración de Presidentes Americanos* de abril de 1967, constituyeron los dos pasos preliminares principales hacia la creación del *Grupo Andino*. La *Declaración de Bogotá* contempló la creación de sub-grupos con niveles similares de desarrollo en la ALALC, y la *Declaración de Presidentes Americanos* abrió la posibilidad de acelerar los procesos de integración sub-regional y de ir más allá de la ALALC (Lozano y Zuluaga, 1998). Este tema se resolvió oficialmente cuando la ALALC aceptó el ingreso de Venezuela al *Pacto Andino* en 1973 (Guerrero, 1979, pág. 218), y dejó de ser importante en 1980 cuando la ALALC se convirtió en la *Asociación Latinoamericana de Integración* (ALADI). Dentro de este nuevo escenario, los países podrían firmar acuerdos sub-regionales sin hacer concesiones a otros socios (protocolo modificatorio del artículo 44 del *Tratado de Montevideo*).

El *Grupo Andino* fue creado por el *Acuerdo de Cartagena*, firmado por Bolivia, Chile, Ecuador, Colombia y Perú el 26 de mayo de 1969. Venezuela adhirió en 1973¹², y Chile se retiró en 1976. Los dos principales organismos responsables de designar e implementar políticas fueron la *Comisión* (órgano ejecutivo) y la *Junta* (órgano técnico)¹³. Las decisiones tomadas por la *Comisión* eran adoptadas en forma automática en los países, sin necesidad de ratificación ni aprobación por parte del Congreso. La *Corte Andina de Justicia* fue creada en 1979, inspirada por instituciones europeas, aunque los

diversos países se han mostrado renuentes a arreglar querellas formalmente a través de este mecanismo. Parece que sólo recientemente se ha constituido en un elemento importante, sobre todo en el área de derechos de propiedad intelectual.

Los instrumentos del *Grupo Andino* eran: i) un programa de liberalización entre los países miembros; ii) el AEC; iii) los *Programas de Desarrollo Sectorial*, y iv) una política común para la inversión extranjera directa.

Tanto el AEC como la liberalización regional deberían haber sido implementados para 1980, 10 años después de la firma del *Acuerdo*, pero se presentaron innumerables demoras y los acuerdos iniciales fueron reformados en 1976 y en 1978 (*Protocolos de Lima y Arequipa*), y nuevamente en 1987 (*Protocolo de Quito*)¹⁴. Solamente en los años 90 se alcanzaron estos dos objetivos: se eliminaron los obstáculos regionales entre 1990 y 1992, y se firmó el AEC en 1994. Estos dos aspectos se exploran más adelante.

1. *Programas de desarrollo sectorial*

Observando la experiencia andina, Hirschman sostiene que cada vez que un modelo de desarrollo fracasa en Latinoamérica, se experimenta con un nuevo modelo aún más ambicioso¹⁵. La integración y el comercio fueron los elementos centrales de la concepción original impulsada por Colombia y por Chile, pero las cosas cambiaron más tarde y los Programas de Desarrollo Sectorial, la industrialización y la planeación industrial recibieron mayor

¹² Venezuela participó en las negociaciones, pero no firmó el *Acuerdo* en 1969, principalmente debido a que el sector privado se opuso.

¹³ También están el *Comité Consultivo*, creado para promover la comunicación entre los países y la Junta, y el *Comité Asesor Económico Social*, integrado por trabajadores y por el sector privado.

¹⁴ El *Protocolo de Lima* establece un proceso de liberalización regional para 1979-1984; y el *Protocolo de Arequipa* cambió el período a 1980-1984. El *Protocolo de Quito* exigía que la liberalización regional debería alcanzarse en 1997.

¹⁵ Hirschman, (1978), citado por Urrutia, (1981), pág. 74.

atención durante las dos primeras décadas del *Acuerdo*.

El énfasis en la planeación industrial y en la industrialización explica la mayoría de los problemas que enfrentó el esquema de integración andino durante casi tres décadas. Guerrero (1979), por ejemplo, sostiene que el diseño y la implementación de los programas industriales recibieron casi toda la atención de los organismos creados en Lima, con muy pobres resultados. Ningún país deseaba quedarse por fuera de ningún programa industrial, y el órgano técnico del *Acuerdo de Cartagena* terminó distribuyendo pequeñas porciones de cada programa a cada uno de los cinco países.

Los dos países más pequeños (Ecuador y Bolivia) impulsaron este enfoque con el apoyo de Venezuela y Perú. Ecuador y Bolivia consideraron que la planeación industrial era la herramienta ideal para contrarrestar su falta de nuevas industrias y para controlar los efectos indeseables de las fuerzas del mercado. En esta misma dirección, el sector privado venezolano argumentó que no estaba en condiciones de competir en una situación en la cual prevalecía una tasa de cambio "sobreevaluada" para la producción no petrolera (debido a las grandes exportaciones de petróleo)¹⁶.

Más grave aun, estos países condicionaban cualquier acuerdo sobre liberalización y comercio al cumplimiento y negociación de los programas industriales. (Guerrero, 1979 pág. 234, 261-263). Adicionalmente, todos los productos que se estaban negociando quedaron colocados en el "limbo" y no podían ser liberalizados mientras continuaran las negociaciones. Durante los primeros diez años, el órgano

técnico del *Acuerdo* presentó propuestas para ocho programas industriales, pero los países tan sólo aprobaron los de petroquímicos y metalmecánica (los otros programas eran automóviles, fertilizantes, acero, productos electrónicos, químicos y farmacéuticos).

Un programa "típico" especificaba la lista de productos (posiciones arancelarias) incluidos en el programa, un AEC muy alto¹⁷, la senda de la liberalización regional, y la lista de productos asignados a cada país. La producción de tales bienes rara vez se materializó. Era muy difícil producir algunos de los bienes en países como Bolivia, y los países más grandes nunca cumplieron con sus compromisos de no permitir la producción de los "nuevos" sectores en sus mercados locales¹⁸.

2. Inversión extranjera

Se pensó inicialmente en contar con una política común en el área, pero el resultado final fue una política diseñada para excluir a las multinacionales de los beneficios de los programas industriales. La *Decisión 24* de diciembre 1970 prohibía la inversión en la minería, los servicios públicos y el sector financiero, creaba controles estrictos para la transferencia de tecnología y las patentes, consideraba límites a la propiedad de extranjeros¹⁹, y restringía

¹⁷ Urrutia, (1981), pág. 78, por ejemplo, menciona que el AEC negociado para el programa metalmecánico era de 51%, comparado con un arancel colombiano de 29% para los mismos productos. El arancel externo promedio acordado para repuestos automotores era de 49%, comparado con 19% para el arancel colombiano.

¹⁸ Urrutia, (1981), pág. 76-77.

¹⁹ La participación local debería ser mayor del 50% para nuevas inversiones extranjeras (excepto si la firma exportaba más del 80% de la producción total) y para firmas exportando a la región andina con bajos aranceles.

¹⁶ Urrutia, (1981); Guerrero, (1979).

la remesas de utilidades a 14% del total de la inversión. Fue adoptada en contra de los deseos del sector privado en los cinco países (Guerrero, 1979).

Para Carlos Díaz Alejandro (Díaz Alejandro, 1976), a Latinoamérica le podría haber ido mejor durante los años 30 si se hubiese contado con esquemas de integración en esa época, ya que los esquemas de integración fueron diseñados precisamente con ese propósito. Desafortunadamente, la historia no pasó esta prueba, y a los acuerdos regionales les fue peor durante los períodos de crisis internacional, pues los países cortaron drásticamente todas las importaciones de productos no esenciales provenientes de sus países vecinos. Los flujos de comercio regional se redujeron de manera sustancial durante los años 80, cuando el *Grupo Andino* sufrió un virtual colapso (Ocampo & Esguerra, 1995).

B Regionalismo abierto

Los novedosos e importantes desarrollos del Grupo Andino después de 1989 formaron parte de la nueva estrategia global de "regionalismo abierto", con un gran énfasis en el impacto de libre mercado y del comercio. Los puntos de quiebre cruciales fueron las *Cumbres Presidenciales* de Galápagos en 1989, La Paz en 1990, y Caracas y Cartagena en 1991, con importantes avances en las áreas de liberalización comercial e inversión extranjera, derechos de propiedad intelectual y transporte.

En la *Cumbre de Galápagos* los presidentes acordaron eliminar el comercio administrado y crear una zona de libre comercio para diciembre de 1993 (1995 para Bolivia y Ecuador), y una unión aduanera para diciembre de 1997 (1999 para estos dos pequeños países). Estas fechas fueron aceleradas en La Paz para 1991 y 1995, y nuevamente en Cartagena para 1991. Se permitió a Bolivia conservar su nivel arancelario.

Después de cuatro años de intensas y complejas negociaciones se adoptó una decisión final en 1994 (*Decisión 370*), y se implementó un arancel externo común en febrero de 1995. El "aislamiento geográfico" y el reducido tamaño fueron los argumentos utilizados para permitir a Bolivia conservar su arancel adoptado en 1985-1986, pero Perú no era un país pequeño sujeto a condiciones geográficas especiales. Después de años de negociaciones y de períodos de transición, Perú decidió conservar su arancel fijo y se retiró oficialmente del *Grupo Andino* después de la Cumbre Presidencial de Sucre (abril de 1997). Se acordó recientemente que el Perú conservaría su "situación especial" en el *Grupo Andino* hasta la adopción completa del AEC en el año 2006.

El tratamiento a la inversión extranjera fue modificado drásticamente en marzo de 1991 (*Decisión 291*): se eliminaron los límites sobre las remesas y se eliminó la exclusión de sectores. También se implementaron importantes cambios en las áreas de propiedad intelectual (*Decisiones 313 y 344*), en donde se dio un tratamiento de nación más favorecida, se dio protección a las patentes durante un término de 20 años, y se permitieron "importaciones paralelas". Más importante aun, se puede ahora importar un bien de un país socio aún cuando el producto este registrado allí, siempre y cuando la marca no este siendo utilizada. Actualmente se adelantan nuevas negociaciones en las áreas de comercio de servicios y de compras gubernamentales.

C. Liberalización regional

1. Eliminación de las excepciones regionales después de 1990²⁰

No es fácil presentar una visión clara del proceso de liberalización desarrollado en el *Grupo Andino* después de 1990 debido a las muchas excepciones

y programas especiales diseñados por los diferentes gobiernos en el pasado. Sólo para tener una idea general, consideremos las diferentes categorías utilizadas por Garay, 1981, en su análisis de la liberalización regional en Colombia durante la década de los 60:

i) Bienes incluidos en la lista reservada (*Nómina de Reserva*); ii) Productos totalmente liberalizados después de febrero 28 de 1971, *no producidos* en la región, iii) Productos liberalizados después de abril de 1970, incluidos en la *Lista Común* de la ALALC; iv) Productos cuyos aranceles se redujeron lineal y automáticamente después de diciembre 31 de 1970; v) el *Programa de Acero*; a) Productos no liberalizados porque no han sido asignados a ningún país; b) Productos totalmente liberalizados después de septiembre de 1972, cuya producción fue asignada a un país específico; c) Productos para los cuales la liberalización comenzó después de que el Secretariado hubo verificado que la producción nacional comenzó en un país específico; vi) el *Programa Petroquímico*; a) Productos incluidos en el *Acuerdo No. 6 de la ALALC*, totalmente liberalizados en Colombia; b) Productos no liberalizados para un país específico debido a que no fueron asignados a ese país; c) productos totalmente liberalizados después de septiembre 1975; d) productos liberalizados en forma lineal y automática.

La verdad es que tan sólo algunos individuos "iluminados" entendieron lo que estaba ocurriendo, principalmente los mismos burócratas que negociaban los acuerdos, y algunas personas del sector privado. Esto hizo muy difícil hacer negocios en la región.

²⁰ La primera parte de esta sección está basada en Urrutia, (1981), y Lozano y Zuluaga, (1998).

Presentaremos nuestro mejor intento por describir el proceso de liberalización adoptado después de 1990²¹. Básicamente, debemos separar el universo de productos en cuatro categorías: a) bienes incluidos dentro de los acuerdos de liberalización negociados bajo la ALALC; b) bienes *no producidos* dentro la región y no incluidos en los *Programas Industriales*; c) bienes producidos bajo *Programas Industriales*; d) otros bienes.

La ALALC definió una lista de productos (*Lista Común*) para ser liberalizados en diferentes subperíodos, utilizando diversas modalidades. Los productos amparados por la primera parte de la *Lista Común* fueron liberalizados en 1969, cuando se firmó el *Acuerdo*. El resto de la *Lista Común*, y aquellos productos *no producidos* en la región (Categoría b en la lista del párrafo anterior), quedaron programados para ser liberalizados antes de diciembre de 1971. Esto no ocurrió, y los productos permanecieron en el limbo²². Los bienes incluidos dentro de la Categoría d) deberían quedar liberalizados totalmente para 1980. Los compromisos originales nunca fueron implementados, y los plazos se ampliaron en Lima (1976), Arequipa (1978) y Quito (1987).

a. Programas industriales (Categoría c)

El *Programa Petroquímico* comenzó en 1970, y fue parcialmente negociado antes de la creación del *Grupo Andino* bajo el llamado *Programa de Complementación* de la ALALC (No. 6, suscrito por Perú, Bolivia, Chile y Colombia). Se asignaron derechos de producción a diferentes países, con el compromiso de no promover la producción en los

²¹ Con base en Lozano y Zuluaga, (1998).

²² La situación de la Lista Común no había sido aclarada cuando la ALALC se convirtió en la ALADI en 1980.

otros países. El *Programa* fue adoptado en 1975, y se alcanzó la total liberalización de estos productos en mayo de 1991 (Bolivia, Colombia, Perú y Venezuela)²³.

El *Programa Metalmecánico* comenzó en agosto de 1972, pero el retiro de Chile y la admisión de Venezuela forzaron a nuevas negociaciones, la cuales finalmente concluyeron en 1979. Se logró un nuevo acuerdo en mayo de 1991 para liberalizar completamente el comercio regional a finales de ese año.

También se llegó a un acuerdo sobre la lista de productos considerados dentro de los *Programas de Acero y de Automóviles*, pero el patrón de liberalización regional sólo fue acordado a finales de los años 80; la liberalización completa se logró sólo después de 1992. Colombia, Ecuador y Venezuela firmaron el *Acuerdo Automotriz* en 1993, fijando no solamente el AEC y el patrón de liberalización regional sino también estableciendo el contenido de valor agregado mínimo requerido para beneficiarse de bajos aranceles sobre insumos y repuestos (CKD).

Para resumir, tan sólo algunos de los programas iniciales fueron implementados. La liberalización regional completa debería haberse concluido para 1980, pero ello tan sólo se logró en 1991. Los acuerdos incluyeron solamente a Venezuela y Colombia, ya que Ecuador se retiró de las negociaciones a finales de los años 80 y solamente participó en el *Programa Automotriz*. Sin embargo, Ecuador se unió nuevamente al proceso más tarde, liberalizando

totalmente el comercio con sus socios en enero de 1993.

2. El peso de las excepciones para la liberalización regional

Basamos nuestros cálculos en la lista de posiciones incluidas en los programas automotriz, metalmecánico (*Decisión 300*), y de acero (*Decisión 299*), y en aquellos incluidos en la *Lista Reservada* y en la *Lista de Excepciones* (*Decisión 263*). Juntos representan todas las excepciones que existían en ese momento (para una descripción de cada lista, ver Guerrero, 1979).

El Cuadro 1 presenta la importancia relativa de aquellos bienes que fueron exceptuados de los compromisos de liberalización a finales de los años 80. Mostramos los resultados para clasificaciones por categorías económicas amplias y CIIU para Colombia, Ecuador y Venezuela, y para los tres países como un todo.

Aproximadamente 23% de las importaciones de la región (en 1992) también quedó por fuera de las propuestas de liberalización regional, siendo mayores las excepciones en el sector industrial que en el agrícola o minero, y mayores en equipo de transporte (83,7%), textiles, calzado y ropa (60,6%), bienes de consumo en general (31,4%), y bienes de capital (53,3%).

Las excepciones representaban cerca de 15% de las exportaciones en Colombia, y 25% en Ecuador y Venezuela, aunque la estructura era relativamente similar para los tres países. El rango de *correlación Spearman* para la primera clasificación del Cuadro fue 0,96 para Colombia-Ecuador, 0,87 para Colombia-Venezuela, y 0,96 para Ecuador-Venezuela.

²³ El programa petroquímico asignó 55 productos a un país, y 15 a otros dos países; 2 productos adicionales podían ser producidos en los demás países. Pero el programa fracasó cuando Bolivia trató de producir dos de los 10 productos asignados, y fracasó en ambos casos pues Venezuela violó el acuerdo original y comenzó a producirlos. Ver Urrutia, (1981).

Cuadro 1. EXCEPCIONES A LA LIBERALIZACION REGIONAL ANTES DE 1990

		Importaciones exceptuadas/importaciones totales (%)			
		Colombia,Ecuador y Venezuela	Colombia	Ecuador	Venezuela
Categorías económicas					
1	Alimentos y bebidas	3,2	4,7	10,7	0,9
2	Materias primas	22,6	12,8	24,6	20,8
3	Petróleo y lubricantes	-	-	-	-
4	Bienes de capital (excepto equipo de transporte)	53,3	6,7	57,0	46,9
5	Equipo de transporte	83,7	95,9	63,4	64,8
6	Bienes de consumo	31,4	5,6	13,1	35,9
	Total	24,4	15,1	25,7	24,0
CIIU rev.2					
11	Agricultura y ganadería	0,2	0,2	0,0	0,2
12	Silvicultura	0,0	0,0	0,0	0,0
13	Pesca	0,0	0,0		0,0
21	Minería	0,0		0,0	0,0
22	Petróleo crudo & gas natural	0,0	0,0		0,0
23	Hierro mineral	0,0	0,0		0,0
29	Otros minerales	0,2	0,0	2,8	0,0
31	Alimentos, bebidas y tabaco	3,4	4,0	10,7	1,3
32	Textiles, calzado y confecciones	60,6	43,3	101,3	62,6
33	Productos de madera	22,1	0,0	53,6	23,2
34	Papel, imprentas y editoriales	41,6	17,0	97,4	36,6
35	Químicos	7,5	1,6	29,9	3,9
36	Minerales no metálicos	23,0	0,9	57,8	17,0
37	Hierro y Acero	26,7	39,1	11,5	3,4
38	Productos metálicos y maquinaria	46,2	79,4	29,3	16,4
39	Otras industrias manufactureras	3,3	0,3	25,9	0,6

Metodología: Importaciones desde la región andina , 1992.

Excepciones incluye: programa metal-mecánico, programa siderúrgico, programa automotor, "lista de excepciones", y "lista de reservas".

Fuente: Datos del *Intal* y de la *Junta del Acuerdo de Cartagena*.

D. El Arancel externo común

1. Antecedentes

El *Acuerdo de Cartagena* de 1969 estableció que el AEC debería adoptarse antes de diciembre de 1980, con un período adicional de cinco años para Ecuador y Bolivia (diciembre de 1985). Se estableció un *Arancel Mínimo Externo Común* como paso intermedio, en el cual los aranceles variarían con

criterios tales como la intensidad de mano de obra, la sofisticación tecnológica, la utilización del producto, y la existencia de producción doméstica. El AEC fue finalmente firmado en noviembre de 1994 (*Decisión 370*), y su aplicación comenzó en febrero de 1995. La adopción del AEC tomó 15 años más de lo acordado inicialmente, y es tan sólo parcial ya que Bolivia (en forma permanente) y Perú (hasta el año 2006) pueden conservar sus niveles arancelarios²⁴.

Los presidentes andinos definieron las principales características del AEC en Galápagos en 1991: tendría cuatro niveles (5%, 10%, 15% y 20%), y el nivel de 20% desaparecería en un año. En la práctica, los bienes de capital y las materias primas no producidas en la región obtuvieron los menores aranceles (5%); los productos semi-elaborados aranceles de 10%-15%; y los bienes de consumo finales 20%. Cada país *puede* adoptar una tarifa de 0% a 5% si el bien no es producido en la región, aún resulta menor al contenido en la *Decisión 370*. Finalmente, la *Decisión 370* no incluye el *Acuerdo Automotor* (los aranceles máximos son 20% en la *Decisión 370*, y 35% en el *Acuerdo* ²⁵).

El *Anexo 2* de la *Decisión 370* permite al Ecuador tener aranceles 5 puntos menores para 990 posiciones (a 8 dígitos del sistema armonizado), y el *Anexo 3* permite aranceles de 0 para 32 ítems (bienes relacionados con la salud, la educación y comunicaciones masivas) en los tres países. Finalmente, el *Anexo 4* contempla excepciones transitorias para Colombia y Venezuela (230 posiciones cada uno) y para Ecuador (400 posiciones). Todas estas excepciones deberán desaparecer en cuatro años (1999).

En el Cuadro 2 se compara el AEC con los aranceles nacionales de 1992, cuando ya se habían realizado la mayoría de las reformas (ver Gráfico 1). Los resultados muestran que tanto el AEC como los aranceles de Colombia, Venezuela y Ecuador protegen más los *Equipos de Transporte*, *Bebidas y Alimentos*, y *Otros Bienes de Consumo*, y protegen

menos los *Lubricantes y Petróleo*, *Otras Materias Primas* y *Otros Bienes de Capital*. Sin embargo, las estructuras arancelarias presentan algunas diferencias entre los diversos países. El rango de *correlación Spearman* entre el arancel colombiano y el AEC es de 0,9, obteniéndose la misma cifra para Ecuador. Pero el rango de correlación para Venezuela-AEC es 0,7, lo cual sugiere que Venezuela tuvo que introducir más cambios que los otros dos países con el fin de adoptar el AEC.

Venezuela protege *Bebidas y Alimentos* relativamente más que Colombia y Ecuador, y *Equipos de Transporte* relativamente menos. También, y por razones obvias, Venezuela tiende a proteger *Petróleo y Lubricantes* menos que los otros dos países. Ecuador da menor protección a las materias primas en general.

¿Aumentaron los aranceles como resultado de la adopción del AEC? Anteriormente sugerimos (Sección II.B) que este era el caso, pero que los cambios fueron relativamente menores. Las cifras detalladas del Cuadro muestran que ello sucedió en todos los sub-sectores, y también en Equipo de Transporte si tomamos las cifras correctas (ver *Acuerdo Automotriz* más arriba).

Consideremos que sí fue conveniente adoptar el AEC del *Grupo Andino* En lugar del AEC. Para comenzar, si bien es cierto que el nivel de aranceles aumentó por encima del de 1992, el nivel del AEC es mucho menor y más homogéneo que el de cualquier otra década del pasado. Por lo tanto, la adopción del AEC ser adecuada, pues da señales claras y correctas de largo plazo al sector privado.

En segundo término, la discusión acerca de los méritos y costos de las áreas de libre comercio y de las uniones aduaneras parece haber cambiado en favor de las segundas. Wonnacott & Lutz, 1989,

²⁴ El arancel de Bolivia tenía dos niveles de 10% y 19% en 1988, y 5% y 10% en 1994. El arancel peruano tenía dos niveles, 15% y 25% en 1994.

²⁵ El arancel promedio no ponderado para los 22 ítems arancelarios negociados bajo el acuerdo automotor fue 26,8%, mientras que el del AEC (*Decisión 370*) es 18,2%.

Cuadro 2. EL AEC Y LOS ARANCELES NACIONALES EN 1992

Categorías económicas ONU	AEC	1992				
		Bolivia	Colombia	Ecuador	Perú	Venezuela
1 Alimentos y bebidas	15,8	10,0	14,8	13,5	17,6	16,1
6 Otros bienes de consumo	17,6	10,0	15,0	14,5	20,7	14,4
3 Petróleo y lubricantes	9,7	10,0	9,7	9,2	15,0	2,2
2 Otras materias primas	11,9	10,0	10,2	8,7	16,1	10,1
5 Equipo de transporte	16,4	9,7	20,6	15,0	15,2	15,4
4 Otros bienes de capital	11,9	8,8	9,2	7,2	15,2	8,4
7 Otros	18,3	10,0	14,0	17,2	15,5	9,2
Total	12,8	9,4	11,1	10,2	16,2	11,8

Metodología: Promedios ponderados, importaciones totales (5 países, 1992) como ponderadores; incluye para-aranceles. Las cifras de este cuadro están basadas en la Decisión 370 de 1994, la cual no incluye el Pacto Automotor. El arancel promedio no ponderado para los ítems arancelarios negociados en el Acuerdo fue 26.8%, mientras el AEC (Decisión 370) fue 18.2% para esos mismos ítems. Por otra parte, los promedios para el AEC pueden ser más bajos porque los países pueden aplicar tarifas más bajas para los bienes no producidos en la región.

Fuente: Aladi, Acuerdo de Cartagena.

sostuvieron inicialmente que un área de libre comercio generalmente domina sobre una unión aduanera²⁶, pero la visión reciente es más balanceada (Wonnacott, 1996). En este último trabajo se mencionan dos ventajas principales del AEC: no se presenta el centro radios (hub and spoke), y no se requiere de reglas de origen. Conclusiones similares son presentadas en (Krueger, 1993 y 1995).

Finalmente, el argumento de que un área de libre comercio implicaría aranceles más bajos no parece aplicarse al caso latinoamericano. De hecho, parece haber ocurrido lo contrario, y el AEC ha sido útil para contrarrestar las presiones por elevar los aranceles a los niveles anteriores a las reformas. Podría ser cierto, sin embargo, que la adopción del

AEC redujo la probabilidad de adoptar un arancel plano en algunos de los países.

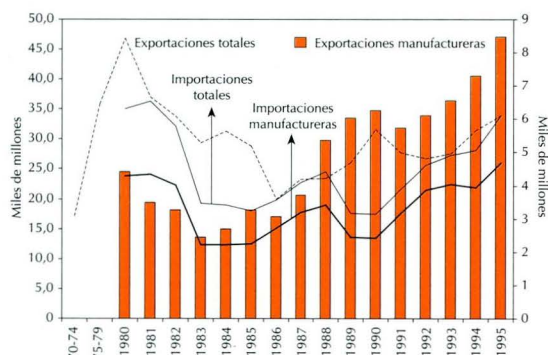
IV. REFORMAS Y FLUJOS COMERCIALES

A. Flujos comerciales

Los Gráficos 2 y 3 presentan una visión general sobre la evolución de los flujos comerciales en la región andina entre 1974 y 1995. Para comenzar, es claro que las importaciones y exportaciones totales (reales) no fueron muy dinámicas. Después de una fuerte expansión durante 1970-1980, las exportaciones e importaciones totales cayeron abruptamente durante la primera parte de la década de los 80, resultando especialmente afectadas las ventas a los países andinos. Las exportaciones (42%) y las importaciones (57%) totales en 1986 representaron menos de la mitad de aquellas alcanzadas en 1980, y fueron menores en 1995 que en el pico anterior en 1980. Las exportaciones totales aumentaron muy rápidamente entre 1986 y 1990, pero disminuyeron

²⁶ Si existe *desviación de comercio*, y A compra del socio B un producto que antes provenía de fuera de la región, A puede disminuir los costos en una zona de libre comercio cuando bajan aranceles. Esta decisión unilateral no es posible en una unión aduanera.

Gráfico 2. EXPORTACIONES E IMPORTACIONES CINCO PAISES ANDINOS (Dólares constantes 1990)



Fuente: Datos Intal; Ocampo y Esguerra (1995); IMF Financial Statistics; Manufacturas: CIIU 5-8; todas las cifras en dólares corrientes deflactados con el deflactor del PIB de Estados Unidos (Banco Mundial).

con un relativo estancamiento en 1990-1992, permaneciendo relativamente para 1990-1995.

Lo que es notable es la expansión de las exportaciones (principalmente) e importaciones manufactureras. Estas también cayeron a comienzos de los 80, pero su recuperación comenzó en 1982-1984, mucho más temprano que para las demás variables consideradas en el Gráfico. El Gráfico 3 muestra que una proporción cada vez mayor de las exportaciones *manufactureras* estuvo dirigida a los mercados andinos después de 1990. El peso relativo del comercio intra-regional en el comercio para el total de bienes ha aumentado rápidamente desde 1990 (Gráfico 3), hasta alcanzar niveles similares a los de Mercosur, aunque mucho menores a los de NAFTA (30%) de Europa (superiores al 70%). De nuevo, lo que es realmente notable es la importancia de los países andinos como mercados para sus propias exportaciones de manufacturas con una participación mayor al 30% en 1995. Este nivel es mucho mayor que el de Mercosur, y similar a aquel alcanzado en el NAFTA.

El papel que juegan los países andinos como mercados para sus propias exportaciones manufactureras fue especialmente notorio durante 1990-1995, cuando las exportaciones a la región crecieron cinco veces más rápidamente que las exportaciones (manufactureras) al resto del mundo. La bonanza de 1986-1990 se extendió a todos los mercados, pero la bonanza de 1990-1995 se concentró en las ventas a los mercados andinos²⁷. Los dos países más grandes, Colombia y Venezuela, representan una creciente proporción de exportaciones a la región andina (68,1% en 1986; 82% en 1995) y una proporción decreciente en las exportaciones andinas al resto del mundo (79% en 1986 y 71,4% en 1995).

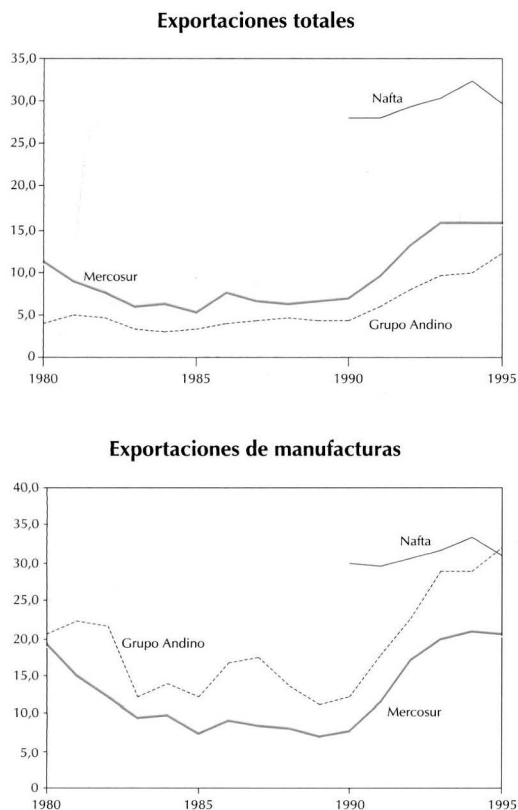
La caída en las exportaciones de manufacturas durante 1980-1986 fue un elemento común para cuatro de los países (excepto Venezuela), y la expansión global de 1986-1990 fue especialmente marcada en Venezuela, Perú y Ecuador. De hecho, no es claro por qué las exportaciones colombianas a la región se estancaron en un período cuando las exportaciones manufactureras totales crecían rápidamente.

B. ¿Fueron importantes las reformas comerciales? Modelos de gravitación

¿Qué tanto aumentaron los flujos comerciales como resultado de la liberalización unilateral cum integración regional? Para responder esta pregunta, utilizamos el llamado modelo de gravitación, según el cual el comercio entre dos países es directamente proporcional al producto de la producción el los

²⁷ NAFTA perdió participación en nuestras exportaciones de manufacturas, pero aumentó su participación en la exportación de productos no manufacturados. La CEE y Asia disminuyeron en prácticamente todos los tipos de productos.

Gráfico 3. EXPORTACIONES A LOS SOCIOS/EXPORTACIONES AL MUNDO (Porcentaje)



Metodología: Manufacturas: CIU 5-8.
Fuente: Datos del Intal y cálculos del autor.

dos países, e inversamente a la distancia entre ellos, por analogía con la atracción gravitacional entre dos masas en el campo de la física. El comercio no explicado se atribuye a factores no incluidos en el modelo, tales como la influencia de la política económica.

A pesar de algunas críticas recientes (Bhagwati & Panagariya, 1996) y de su "dudosa" herencia teórica (Deardorff, 1984), la principal virtud del modelo es su alta capacidad de predicción. Helpman & Krugman, 1998 dieron nuevas justificaciones teóricas al

modelo, argumentando que su validez está estrechamente relacionada con la posible presencia de economías de escala.

La ecuación (1) muestra la ecuación gravitacional siguiendo la presentación de Frankel (Frankel, 1994)²⁸. Las exportaciones del país *i* al país *j* estarán positivamente relacionadas con el PIB (*Y*) y con el ingreso per cápita (*Y/N*, *N* para la población) en cada país, y negativamente relacionadas con la distancia. La especificación de producto implica que el comercio será mayor cuando los PIBs son similares, una característica de los nuevos modelos comerciales bajo competencia imperfecta. También se espera que los países tengan mayores niveles de comercio cuando *Y/N* sea mayor, ya que tenderán a especializarse más y a comerciar más a medida que se desarrollan. Incluimos variables *dummy* para "adyacencia" y para 3 mercados comunes: la región andina, *Mercosur* y Centroamérica.

$$\begin{aligned} \text{Log}(X_{ij}) = & \alpha + \beta_1 \text{Log}(Y_i \cdot Y_j) + \beta_2 \text{Log}(Y_i/N_i \cdot Y_j/N_j) \quad (1) \\ & - \beta_3 \text{Log}(\text{Distancia}) + \gamma_1 D_{\text{adyacencia}} \pm \gamma_2 D_{\text{andino}} \\ & \pm \gamma_3 D_{\text{centroamerica}} \pm \gamma_4 D_{\text{mercosur}} \end{aligned}$$

Los 21 países incluidos en la muestra son Estados Unidos y aquellos países considerados por Aitken y Lowry (1973) en su análisis del impacto de ALALC y del Mercado Común Centroamericano en 1959-1967²⁹. Nuestro período de análisis es 1986-1995, y el número de observaciones varía desde 180 en

²⁸ También tratamos, sin éxito, de incluir precios relativos y tasas de cambio. Sería interesante ver si nuestros resultados cambian al excluir las importaciones de petróleo de los cálculos. Frankel (1994, pág. 20-21) ensaya algunas variables adicionales, pero los resultados no resultan afectados. "El lenguaje colonial común" resulta importante para el idioma chino; y sólo se encuentra un "poco" de apoyo para las variables tipo Heckscher-Ohlin: diferencias en las relaciones capital/trabajo, niveles educacionales y relaciones tierra/trabajo.

1987 hasta 316 en 1995. Los resultados se presentan en el Cuadro 3. El ajuste global de las regresiones parece satisfactorio, con coeficientes (R^2) típicamente superiores a 0,7.

Como era de esperar, los coeficientes de $Y_i \cdot Y_j$ y de Y_i/N_i , Y_j/N_j son positivos, y el coeficiente de distancia resulta negativo, todos ellos significativos de 99%; la variable *dummy* para "adyacencia" es también altamente significativa (95%-99%) y positiva. El coeficiente de $Y_i \cdot Y_j$ (β_1) oscila entre 0,56 y 0,68, su valor es consistente con el rango 0,53-0,75 obtenido por Frankel (Cuadro 3 de dicho trabajo) para el hemisferio. Esto significa que el comercio aumenta con el tamaño, aunque en forma menos

que proporcional, y que las economías pequeñas son generalmente más abiertas al comercio. β_2 (ingresos per cápita) fluctúa entre 0,34 y 0,51 (para aquellos coeficientes significativos al nivel de 99%), un rango también consistente con los resultados de Frankel para el período 1965-1980 (aunque sus coeficientes se vuelven extremadamente bajos, 0,06-0,09 para 1985 y 1990). Finalmente, β_3 (distancia) fluctúa entre -0,58 y -1,06, y para Frankel entre -0,35 y -0,68.

Los resultados de la regresión sugieren que la apertura *cum* integración regional fueron factores centrales detrás de la expansión de los flujos comerciales en Centroamérica durante todos los años

Cuadro 3. ECUACIONES DE GRAVEDAD DE LOS PAISES ANDINOS, CENTRO AMERICA Y MERCOSUR

Variable dependiente: Importaciones (US \$ corrientes)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
C	-8,91 **	-11,1 **	-11,4 **	-10,81 *	-9,29 **	-9,08 **	-11,4 **	-11,9 **	-12,1 **	-11,9***
Distancia	-0,58 **	-0,66 **	-0,61 **	-0,76 **	-0,85 **	-0,92 **	-0,94 **	-0,91 **	-0,95 **	-1,06***
$Y_i Y_j$	0,61 **	0,65 **	0,61 **	0,56 **	0,58 **	0,61 **	0,59 **	0,56 **	0,63 **	0,68***
$(Y_i/N_i) \cdot (Y_j/N_j)$	0,16	0,25 **	0,34 **	0,48 **	0,37 **	0,35 **	0,51 **	0,59 **	0,46 **	0,41***
D_{andina}	-0,36	-0,24	-0,01	-0,05	-0,11	0,23	0,16	0,47 **	0,67 **	0,78***
$D_{Centro\ América}$	0,41	0,64	0,85 **	1,09 **	1,03 **	0,95 **	1,33 **	1,44 **	1,62 **	1,54***
$D_{Mercosur}$	0,39	0,08	0,17	0,11	-0,12	-0,18	-0,27	-0,24	-0,07	0,03
$D_{adyacente}$	0,58 **	0,67 **	0,76 **	0,68 **	0,54 **	0,51 **	0,62 **	0,75 **	0,57 **	0,38 **
R^2	0,62	0,67	0,68	0,73	0,70	0,66	0,73	0,73	0,73	0,73
Número de observaciones	185	180	210	247	247	250	282	287	308	316

Y_i : PIB países i y j , US \$ corrientes; N_i : Población; D : variables dummy.

Todas las variables están en logaritmos (excepto las dummies); ***, **, *: representan coeficientes que son significativos a niveles de 1,5% y 10%, respectivamente; en todos los casos se corrigió la heterocedasticidad de los errores estándar con la prueba de White. Incluye los mismos países considerados en Aitken y Lowry (1973) y Estados Unidos. Estos son: Grupo Andino: 5 países; Centro América: 5 países; Mercosur: 4 países; Otros: Chile, México, República Dominicana, Jamaica, Panamá, Trinidad-Tobago.

Se excluyeron registros con niveles de exportación inferiores a US\$863 miles, el valor del primer cuartil para exportaciones en la muestra.

Fuente: Cálculos del autor.

²⁹ 5 países en la región andina, 4 países en Mercosur, 5 países en el Mercado Común Centroamericano, 2 países NAFTA (México y Estados Unidos), mas Chile, Jamaica, Panamá, la República Dominicana y Trinidad-Tobago.

después de 1988, y también en el *Grupo Andino* después de 1993. No obstante, no encontramos coeficientes significativos para el caso de *Mercosur* (D_{mercosur}). En un sentido, este resultado contradice a Yeats, 1997, tal vez debido a que el autor centra su análisis en las exportaciones manufactureras, las cuales representan menos del 65% de las exportaciones de *Mercosur*.

Los resultados del Cuadro 4 permiten explorar más a fondo el impacto de las políticas económicas sobre los flujos comerciales. Básicamente, se cuantifican los flujos comerciales adicionales que corresponden a las variables dummy D_{andean} (γ_2) y $D_{\text{c.america}}$ (γ_3) para el período 1993-1995, los únicos años para los cuales γ_2 resulta significativo. Reportamos los coeficientes corregidos según el método de White en todos los casos. *Mercosur* no está incluido, ya que γ_4 no resultó significativo.

Las primeras tres columnas del Cuadro presentan el intervalo de confianza para γ_2 y para γ_3 en la ecuación (1); el valor medio coincide con el coeficiente

de regresión en el Cuadro 3. La columna 4 muestra el flujo comercial promedio en cada región para el año respectivo, y las columnas 5-8 la creación de comercio bruta derivada de los diferentes valores de γ . Así, γ_2 es 0,78 en 1995, con un intervalo de confianza de 0-1,58, el cual significa flujos comerciales adicionales de US \$73 millones (79,3% del flujo comercial promedio para ese año).

En resumen, nuestras cifras indican que la liberalización unilateral cum preferencias regionales incrementaron el comercio en 60%-79% (máximo) para el caso del *Grupo Andino*, y 94%-95% para Centroamérica. No se encontró ningún impacto significativo para el *Mercosur*.

C. Creación de comercio vs. desviación de comercio

La creación de comercio se presenta cuando nuevas importaciones del país socio sustituyen la producción doméstica, y la desviación de comercio cuando sustituyen importaciones anteriores (y más baratas) provenientes de otros socios comerciales. Dentro

Cuadro 4. ECUACIONES DE GRAVEDAD. FLUJOS DE COMERCIO DERIVADOS

	Intervalo de confianza para γ			Importaciones promedio intra-socios	Creación de comercio bruta			
					US\$ miles		(%)	
	Min	Media	Max	US\$ miles	Media	Max	Media (6)/(4)	Max (7)/(4)
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Dummy Grupo Andino								
1993	(0,00)	0,47	0,94	46.630	17.492	28.422	37,51	60,95
1994	(0,00)	0,67	1,36	63,577	31.346	47.237	49,31	74,30
1995	(0,00)	0,78	1,58	92,967	50.682	73.734	54,52	79,31
Dummy Centro América								
1993	(0,00)	1,44	2,89	37.798	28.867	35.687	76,37	94,42
1994	(0,00)	1,62	3,25	43.261	34.752	41.587	80,33	96,13
1995	(0,00)	1,54	3,09	53.316	41.929	50.884	78,64	95,44

Intervalo de confianza: $\gamma \pm t_{\alpha/2} \cdot S(\gamma)$, con t: coeficiente de t student; $S(\gamma)$: error estándar de γ .

Fuentes y metodología: véase Cuadro 3.

del escenario restringido especificado por Viner, 1950, una unión aduanera aumenta el bienestar cuando la creación de comercio domina sobre la desviación de comercio, aunque esto no es necesariamente cierto bajo diferentes supuestos. Una desviación de comercio pura puede ser beneficiosa gracias a los efectos de menores precios para los consumidores; la creación comercial puede ir en detrimento del bienestar si consideramos sus efectos sobre los ingresos arancelarios. Esta es la razón por la que Winters, 1997, considera que la medición de estos efectos podría ser más indicativa que definitiva.

Claro está, la evaluación completa del impacto de los flujos comerciales sobre el bienestar debería también incluir efectos de producción y de escala, importantes cuando se presentan rendimientos crecientes a escala y competencia imperfecta (ver Sección V.A.). El efecto de producción se presenta cuando existe un cambio de producción en industrias en las cuales el precio difiere del costo promedio; el efecto de escala mide la reducción de los costos promedio cuando la producción se expande.

Deberíamos incluir también efectos de variedad y de acumulación (Baldwin & Venables, 1995). También deberían tenerse en cuenta incluirse efectos de términos de intercambio, aunque no parecen ser relevantes en nuestro caso.

En el Cuadro 5 se cuantifican la *creación* y la *desviación de comercio* en Colombia y Venezuela (los cuales representan el 70% del flujo comercial andino) para 1986, 1990 y 1995, midiendo la relación entre importaciones provenientes de países no andinos y el consumo aparente³⁰. Tan sólo tenemos información sobre manufacturas, el sector en donde podría haberse presentado la mayor *desviación de comercio* (Ver Gráfico 3).

Nuestros resultados sugieren que la *creación de comercio* fue mucho más importante que la *desviación*, con una relación creciente en Colombia, de 18,4% en 1986 al 19,3% y a 25,5% en 1990 y en 1995; y también en Venezuela (23,2%, 25,6%, y 29,4% respectivamente). La *creación de comercio* parece dominar la *desviación de comercio* en la mayoría de los casos. La relación entre las importaciones y

Cuadro 5. CREACION Y DESVIACION DE COMERCIO EN LA REGION ANDINA
Importaciones de "afuera" de la región (países no andinos)/consumo aparente

CIIU rev.2	Colombia			Venezuela		
	1986	1990	1995	1986	1990	1995
31 Alimentos, bebidas y tabaco	1,6	1,5	2,7	5,0	9,2	8,5
32 Textiles, calzado y confecciones	2,9	3,6	13,1	8,7	15,9	18,3
33 Productos de madera	2,0	1,8	9,4	1,8	2,5	5,5
34 Papel e imprentas	12,1	12,3	15,7	15,4	19,0	25,2
35 Químicos	23,2	24,4	27,5	20,9	14,5	37,6
36 Minerales no metálicos	3,8	3,8	6,7	5,6	8,5	7,0
37 Hierro y acero	31,4	35,4	36,5	12,2	24,1	36,5
38 Productos metálicos y maquinaria	43,6	40,6	48,1	48,9	58,7	41,8
39 Otras industrias manufactureras	14,4	30,3	32,3	24,0	24,9	46,8
Total	18,4	19,3	25,5	23,2	25,6	29,4

Fuente: ONUDI, *Yearbook of Industrial Statistics*; Datos del *Intal* y cálculos del autor.

el consumo aparente aumentó en Colombia en todos los sectores, tanto en 1986-1995 como en 1990-1995. La *creación de comercio* también domina en Venezuela, aunque se presentaron importantes niveles de *desviación de comercio* en *Productos Metálicos y Maquinaria*, CIIU 38, en 1986-1995 y aún más en 1990-1995, en *Minerales no Metálicos*, 36 en 1990-1995, y en *Alimentos, Bebidas y Tabaco*, 31 en 1990-1995. Si miramos el cambio (porcentual) en la relación, podemos concluir que la *creación de comercio* fue especialmente marcada en *Textiles, Calzado y Ropa* y en *Productos de Madera* en Colombia y en Venezuela, y en *Hierro y Acero* en Venezuela. Los primeros dos sectores estuvieron muy cerrados en ambos países antes de la liberalización, y permanecieron relativamente cerrados después de ella.

D. ¿Liberalización o preferencias regionales?

Tanto la liberalización unilateral como las preferencias regionales podrían haber sido responsables del rápido crecimiento de las exportaciones a la región, pero las implicaciones de cada alternativa difieren radicalmente. La primera implica una saludable expansión de las exportaciones, causada por la liberalización a lo largo de un patrón "natural", mientras que la segunda podría deberse (aunque ello no es necesario) a una desviación de comercio creada artificialmente.

Es claro que las preferencias regionales disminuyeron en Venezuela durante el período, para la agricultura desde niveles de 14,2% en 1988 hasta

12,1% en 1994; para la minería de 12,4% en 1988 a 3,7% en 1994. Las preferencias cayeron en la mayoría de los Sectores CIIU a dos dígitos, excepto en Pesca (CIIU 13, aumentó de 7,5% a 15%) y en *Otras Industrias Manufactureras* (CIIU 39, de 12,7% a 18%).

En el Cuadro 6 se especifican las funciones de importación de manufacturas en Venezuela, utilizando un pool de corte transversal (CIIU 3 dígitos) e información de series de tiempo (1990 y 1995). Estos fueron los grupos de productos y el período para los cuales la reorientación regional fue mayor (ver Gráfico 3). Como variables dependientes utilizamos las importaciones en dólares corrientes del país socio (columna 1-4) y la participación de las importaciones del socio en el total de importaciones (columnas 5-8). Como variables independientes consideramos la tasa de cambio real (moneda nacional real por dólares reales, con un signo negativo esperado), el consumo aparente (signo positivo esperado), y el efecto de los aranceles sobre los precios relativos, $(1+t^*)/(1+t_{intra})$; t^* corresponde al arancel externo (ponderado por importaciones), y T_{intra} al "arancel regional"³¹. El signo de $(1+t^*)/(1+t_{intra})$ no es claro a priori, y depende de cuan importante fue la liberalización unilateral (-) frente a las preferencias regionales (+) en la explicación del crecimiento de las importaciones.

El número de observaciones es 48, y el coeficiente de determinación ajustado (R^2 adj) es relativamente satisfactorio para un pool de sección transversal - series de tiempo: mayor de 0,6 para importaciones absolutas, y cerca de 0,3 para participaciones. Tanto el consumo aparente como la tasa de cambio real

³⁰ Esta es la metodología seguida por Resnik & Truman, (1973), y sugerida por Corden, (1975), pág. 70 y Winters, (1997), pág. 12. Es un indicativo de la relación entre las importaciones y el PIB, asumiendo que $X=M_p+M_n$, en donde X corresponde a exportaciones, y M_p y M_n a importaciones de socios (pacto) y no miembros.

³¹ t_{intra} es 0 (totalmente liberalizado) o t^* (exceptuado) para cada elemento armonizado a 8 dígitos. No obstante, puede tomar cualquier valor una vez obtenemos los promedios ponderados.

Cuadro 6. RESULTADOS DE LA REGRESIONES. IMPORTACIONES DE VENEZUELA DESDE COLOMBIA

Variable dependiente	Importaciones (M) desde Colombia		Participaciones: M desde Colombia/M total	
	Venezuela		Venezuela	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Constante	25,67 ***	25,12 ***	19,63 ***	18,37 ***
$(1+t^*)/(1+t_{intra})$	-3,16 *		-1,64	
$(1+t^*)$		-3,49 *		-2,30
$(1+t_{intra})$	2,36	0,01		
Tasa de cambio real	-5,52 ***	-5,37 ***	-5,13 ***	-4,81 ***
Consumo aparente	0,58 ***	0,57 ***		
Adj.R ²	0,62	0,62	0,33	0,33
Número de observaciones	48	48	48	48

t*: arancel externo; t_{intra} : aranceles con el país socio; tasa de cambio real: moneda doméstica real/dólares reales; Consumo aparente: Producción + Importaciones - Exportaciones. Todas las variables están en logaritmos; ***, **, *: coeficientes que son significativos a un nivel de significancia de 1, 5% y 10%, respectivamente; en todos los casos los errores estándar se corrigieron por el Método de White. Metodología: Las series de tiempo y los cortes transversales se construyeron con observaciones para cada CIU (rev 2), sectores a 3 dígitos, para 1990 y 1995.

Fuente: Datos del Intal; Onudi, *Statistical Yearbook*; IMF *Financial Statistics*; World Bank; Banco Central de Venezuela.

aparecen con el signo correcto, y son significativas al nivel de 99% en todos los casos. Las elasticidad de las importaciones relativa al consumo aparente resulta cercana a 0,6, y la elasticidad de importaciones a la tasa de cambio real entre 4,81 y 5,52.

El signo de $(1+t^*)/(1+t_{intra})$ resulta negativo en todos los casos, tanto para importaciones nominales como para participaciones, lo cual sugiere que fueron las reducciones arancelarias unilaterales, y no las preferencias regionales, el factor central detrás del alto dinamismo que mostró el comercio entre 1990 y 1995.

Las ecuaciones (2), (4), (6) y (8) consideran separadamente a $(1+t^*)$ y $(1+t_{intra})$. La primera variable aparece con el signo negativo correcto en todos los casos, aunque sólo es significativa para niveles absolutos (tanto en Colombia como en Venezuela);

$(1+t_{intra})$ aparece con el signo equivocado, y es significativa para Colombia.

V. CARACTERISTICAS DEL COMERCIO ANDINO. COMERCIO INTRA-INDUSTRIAL, INTENSIDAD DE FACTORES Y VENTAJA COMPARATIVA

A. Comercio intra-industrial

La mayor parte del comercio mundial hoy en día es intra-industrial y se desarrolla entre países ricos con similares niveles de desarrollo (Helpman, 1982). Havrylyshyn & Civan, 1985, encontraron que el 58,9% del total del comercio entre países desarrollados en 1978 era intra-industrial (índice Grubel-Lloyd de 0,589; el índice toma el valor de 1 cuando todo el comercio es intra-industrial, y de 0 cuando todo el comercio es inter-industrial)³² con una cifra

mucho menor para el comercio entre los NICs (42%), y aun menor entre los países en vías de desarrollo (22.6%).

El comercio intra-industrial es también intensivo cuando las barreras comerciales son bajas. Por lo tanto, está directamente correlacionado con la distancia y los costos de transporte, y es mayor cuando los países forman uniones aduaneras. (Loertscher & Wolter, 1980). El comercio intra-industrial en Argentina, Brasil y México es mayor que en otros NICs, algo que algunos autores atribuyen a la existencia de esquemas de integración en la región (Havrylyshyn & Civan, 1985).

El peso relativo del comercio intra-industrial aumentó en el mundo durante las décadas de los 60 y de los 70, pero permaneció estancado durante los 80s (Globerman, 1990), mientras que en Latinoamérica ha venido aumentando década tras década (aún durante la década de los 80) (Baumann, 1992).

En el Cuadro 7 se presenta el índice Grubel-Lloyd (ponderado) para Estados Unidos y para la región andina (excepto Perú) entre 1990 y 1995, tanto para las exportaciones totales sin minería como para manufacturas³³. Muestra que el comercio intra-industrial continuó aumentando durante la década de los 90: el índice creció de 0,61 a 0,65 para el comercio entre Estados Unidos y Europa, y de 0,69 a 0,73 para Estados Unidos y NAFTA. Las cifras son

muy similares para manufacturas y para los totales, sin minería.

El comercio intra-industrial (CII) también aumentó en el *Grupo Andino*, desde niveles cercanos a 0,35 hasta 0,41 (aunque disminuyó algo entre 1992 y 1994), y es mayor para el comercio intra-andino que para el comercio del *Grupo Andino* con NAFTA, y aun mayor que para el comercio con Europa y con Asia³⁴.

Se presenta en sectores donde las economías de escala y la diferenciación de productos son importantes. Los bienes de capital tienen un índice comercial intra-industrial mucho mayor (39,8%) que los bienes intermedios (31%) o que los bienes de consumo, aunque los mayores coeficientes del CII se presentan en productos químicos, maquinaria y equipos de transporte (Havrylyshyn & Civan, 1985); ver también (Ethier, 1982) y (Krugman, 1994).

Este fue también el caso andino, con el mayor nivel del CII para materias primas industriales, tanto para el comercio con la sub-región (índice CII de 0,79) como con el mundo (0,66). Pero otros sectores (*Alimentos y Bebidas*) también muestran altos niveles de CII en la región. Finalmente, el CII es alto para *Otros Bienes de Capital* en el comercio intra-andino entre socios, pero no en el comercio con el resto del mundo.

³² Ver Grubel & Lloyd, (1975). El índice se construye como:

$$1 - \frac{\sum I x^i + M^i I}{\sum (x^i + M^i)}$$

en donde *i* es normalmente la clasificación industrial a 3 dígitos CIIU. Se espera que *i* sea un sector homogéneo con relaciones capital-trabajo similares para los diversos sub-sectores.

³³ Nuestra información original es a nivel CIIU 4 dígitos. Así construimos entonces el índice Grubel & Lloyd.

³⁴ Existen algunas características comunes, al igual que importantes diferencias, entre los cinco países: el comercio intra-industrial es mayor para el comercio con los socios andinos en Colombia y en Venezuela, y hoy en día también en Ecuador. Por otro lado, Perú es el único país para el cual el comercio intra-industrial con la región andina ha disminuido en el tiempo. Finalmente, los niveles del comercio intra-industrial son muy bajos para Bolivia, aun más bajos que para el comercio de Bolivia con Mercosur nuevamente. Esto sugiere, que la distancia es un factor importante en la explicación de los flujos comerciales en la región.

Cuadro 7. COMERCIO INTRA-INDUSTRIAL (CII) EN LA REGION Y EN ESTADOS UNIDOS, 1990-1995

	Exportaciones hacia e importaciones desde los países andinos						Exportaciones hacia e importaciones desde:			
	Países andinos	Mercosur	Nafta	Europa	Asia	Total	Países andinos	Europa	Nafta	Mercosur
Exportaciones totales (excepto minería)										
1990	0,35	0,21	0,19	0,15	0,14	0,26	0,14	0,61	0,69	0,32
1991	0,32	0,21	0,18	0,12	0,11	0,25	0,15	0,63	0,70	0,35
1992	0,39	0,22	0,18	0,11	0,08	0,25	0,15	0,64	0,70	0,37
1993	0,36	0,16	0,16	0,10	0,07	0,24	0,16	0,63	0,70	0,36
1994	0,35	0,17	0,18	0,11	0,08	0,26	0,18	0,63	0,72	0,35
1995	0,41	0,19	0,19	0,13	0,08	0,29	0,19	0,65	0,73	0,35
Manufacturas										
1990	0,32	0,19	0,13	0,15	0,09	0,24	0,16	0,63	0,73	0,32
1991	0,31	0,18	0,15	0,13	0,08	0,26	0,17	0,65	0,73	0,34
1992	0,37	0,20	0,14	0,10	0,05	0,25	0,16	0,67	0,73	0,38
1993	0,34	0,16	0,13	0,09	0,05	0,23	0,17	0,66	0,73	0,36
1994	0,34	0,16	0,16	0,10	0,06	0,26	0,21	0,66	0,75	0,34
1995	0,39	0,20	0,15	0,13	0,05	0,30	0,20	0,68	0,76	0,35

Metodología: Comercio Intra-Industrial (CII): Grupo Andino: El índice ponderado de Grubel y Lloyd fue calculado para Bolivia, Colombia, Ecuador y Venezuela; se ponderaron los diferentes países usando exportaciones al Grupo Andino como ponderador.

Minería: Sector CIIU 2 (rev 2); Manufacturas: CIIU 3 (rev 2).

Fuente: Datos del *Intal* y cálculos del autor.

B. Reorientación, comercio intra-industrial, intensidad de factores y ventaja comparativa

En esta sección seguimos de cerca el análisis de Yeats para Mercosur, analizando más a fondo las características de los flujos comerciales en la región. Como el autor, estamos interesados en una apreciación "relacionada con el grado en que un acuerdo regional desvía el comercio a partir de un análisis de las condiciones de eficiencia y de las ventajas comparativas" (Yeats, 1997 pág. 1).

Yeats combina el índice de orientación regional (IOR) con índices de ventaja comparativa revelada (VCR) e intensidad de factores para caracterizar aquellos sectores en que el comercio regional fue más dinámico. Concluye que no existe evidencia de que el comercio intra-Mercosur esté evolucionando consistentemente con la eficiencia. En su lugar, "los productos que se dirigen más hacia la

región son aquellos para los cuales Mercosur no ha demostrado capacidad para exportar competitivamente fuera de la región" (ídem, pág. 17).

En el Cuadro 8 se divide la muestra de sectores (CIIU, 3 dígitos) en cuatro grupos, de acuerdo con el crecimiento de las exportaciones hacia la sub-región (el Anexo 2 presenta los sectores incluidos en cada grupo)³⁵. Las variables consideradas son el *Índice de Orientación Regional* (IOR), el índice comercial intra-industrial de Grubel (tanto para exportaciones a los países andinos como para exporta-

³⁵ Siguiendo a Yeats, excluimos del análisis aquellos sectores con muy bajos niveles de exportaciones a los mercados andinos en 1990 (esto es, se excluye el cuartil más bajo) para evitar que los resultados sean afectados por productos marginales. Esto redujo nuestra muestra de 41 sectores CIIU de 3 dígitos a 32 sectores. Dividimos la muestra en cuatro grupos (cuartiles), de acuerdo con la tasa de crecimiento de las exportaciones.

Cuadro 8. PRINCIPALES CARACTERISTICAS DE LOS SECTORES DINAMICOS
(Promedios aritméticos)

Crecimiento de las exportaciones a la región 1990-1995					
	Indice de orientación regional (IOR) (1)	IIT, X y M a la región (2)	IIT, X y M a la región (3)		
1. Muy alto	9,11	0,53	0,30		
2. Alto	5,05	0,39	0,40		
3. Bajo	4,10	0,55	0,43		
4. Muy bajo	4,37	0,42	0,42		
	Ventaja comparativa revelada (VCR)		Intensidad de capital		
	(4) 90	(5) 95	(6) Valor agregado/L (avg=100)	(7) K/L (avg=100)	(8) Salarios/VA %
1. Muy alto	8,61	4,20	75,6	113,8	35,3
2. Alto	2,65	1,76	195,4	125,9	28,1
3. Bajo	14,47	40,13	46,3	68,4	42,7
4. Muy bajo	1,07	1,96	82,7	91,8	29,9

Metodología: sectores CIU (3 dígitos) con valores "bajos" (menores que el 1er cuartil) de exportaciones a los mercados andinos excluidos; "Muy alto", "Alto", etc corresponden a los valores del cuartil para el crecimiento exportador a la región en 1990-95.

Indice de Orientación Regional, $IOR_i = (S_{i, \text{and}} / S_{i, \text{otros mercados}})$, la participación del bien i en las exportaciones a los mercados andinos/la participación del bien i en las exportaciones a otros mercados.

CII: Comercio intra-industria; Índice ponderado de Grubel y Lloyd.

$$CII_i = 1 - \frac{\sum I X_i - M_i I}{\sum (X_i + M_i)}$$

Ventaja Comparativa Revelada, $VCR_i = S_{i, \text{and}} / S_{i, \text{mundo}}$ (participación del bien i (CIU, 3 dígitos) en las exportaciones totales hechas por los países andinos/ participación del bien i en las exportaciones totales hechas por el mundo. Las exportaciones de Estados Unidos se usaron como *proxy* de las exportaciones del mundo.

Intensidad de capital: promedio para los 4 grupos=100; L fue calculado como la suma de operarios y empleados, ajustada por las diferencias en salarios promedio; K: acervo de capital. La información para la mayoría de sectores se obtuvo de *U.N. Yearbook of Industrial Statistics*, pero también se usaron las matrices insumo-producto de Venezuela (1986) y de Colombia (1992).

CII: Índice de comercio intra-industrial; VA: valor agregado; K: acervo de capital; L: empleo.

Fuentes: Datos del *Intal* y cálculos del autor; Banco Central de Venezuela y de la Oficina de Estadística, Colombia; *U.N. Yearbook of Industrial Statistics*; *GTAP Database*.

ciones al mundo), y un índice de Ventaja Comparativa Revelada (VCR). También se presentan algunos proxies estándar para la intensidad de capital: valor agregado por trabajador, stock de capital por trabajador, y la participación salarial en el valor agregado.

La definición del índice está en las notas del Cuadro 8, y aquí solamente mencionamos que el *índice de reorientación geográfica* adquiere valores altos cuando los productos vendidos a la región no se venden a otros mercados. Por otro lado, el *índice de ventaja comparativa revelada* adquiere valores

altos para aquellos productos exportados por los países andinos y no por el resto del mundo.

Entre los sectores CIIU (3 dígitos) con exportaciones más dinámicas a la región (Categoría 1, "muy alta" en el Cuadro) hay algunos productos minerales (carbón y petróleo), pero también aserraderos, industrias metálicas y maquinaria (eléctrica y no eléctrica). Dentro del grupo con un crecimiento de exportaciones "alto" están productos agrícolas y alimentos, algunos químicos, y refinerías de petróleo, industrias de hierro y acero y productos metálicos (ver *Anexo 2*).

Los resultados de la columna 1 indican que el mercado regional jugó un papel crucial en la expansión de las exportaciones, ya que se dió una estrecha relación entre la dinámica de las exportaciones y la reorientación geográfica. Aquellos con el mayor crecimiento en las exportaciones tienen un índice IOR de 9,11, y aquellos con el menor crecimiento tienen un índice IOR de 4,37.

También existe una relación positiva entre el comercio intra-industrial y el crecimiento exportador (a la región), aunque el comercio intra-industrial es también muy importante en el grupo 3 ("bajo", 0,55). Es interesante ver que existe una relación negativa entre ambas variables cuando las exportaciones van a "otros" mercados; el índice es de 0,30 para el grupo 1 ("muy rápido") y de 0,4 o más para los grupos 2-4.

Los sectores dinámicos no aparecen en la lista superior de la ventaja comparativa revelada, algo que no debería preocuparnos demasiado, debido a que están en segundo lugar, con un índice promedio mucho mayor que para categorías de "alto crecimiento" y "muy bajo crecimiento". Este patrón es consistente para los años de 1990 y 1995. Los sectores más dinámicos se encuentran en una posición

intermedia, considerando la intensidad de capital, aunque el resultado no es concluyente: están en una clasificación baja (tercer puesto en los cuatro grupos) para valor agregado por trabajador, y en segundo lugar para las otras dos variables.

Resumiendo, es claro que los sectores dinámicos (alto crecimiento de exportaciones hacia la región andina) lo fueron, en parte por que reorientaron sus exportaciones al *Grupo Andino* y, como era de esperar, el comercio intra-industrial resultó generalmente mayor en los sectores dinámicos. No obstante, los productos exportados a la región no presentan una intensidad de capital excesiva y muestran cierto nivel de ventaja comparativa. En cierto sentido, por tanto, los resultados de esta sección confirman la conclusión central del trabajo: el comercio fluyó hacia la región andina debido principalmente a la influencia de fuerzas "naturales" y a la apertura del mercado.

Nuestros resultados son totalmente consistentes con el hecho de que las firmas domésticas están aprendiendo a exportar en los mercados regionales, compitiendo más tarde en un escenario internacional más exigente. ¿Cómo podría ocurrir esto si la producción de los mercados regionales fuese extremadamente ineficiente? En su estudio sobre este importante aspecto Buitelaar (1993) encontró que 64 de las 106 firmas incluidas en su muestra pasaron de exportar a los mercados regionales en 1979 a exportar a otros mercados fuera de la región; y que este patrón fue aun más marcado para aquellas firmas con una alta relación entre exportaciones y ventas domésticas (Ver Echavarría, 1996).

VI. CONCLUSIONES

De la experiencia del "regionalismo abierto" en los países andinos durante el período 1986-1995 surge una imagen muy dinámica (y saludable) y resulta

paradójico que aun permanezcan algunos obstáculos políticos cuando el *Acuerdo* está finalmente funcionando.

El *Arancel Externo Común* fue adoptado en 1995, y no resultó ser una decisión errónea como algunos pretenden sugerir. La estructura arancelaria no fue modificada sustancialmente, y su nivel absoluto es uno de los más bajos alcanzados en la historia de la región. Aquellos que atacan el AEC porque consideran que se requiere mayor liberalización desconocen la economía política del proteccionismo en Latinoamérica. De hecho, no hay duda que la adopción del AEC ya ha ejercido influencia sobre los gobiernos de Colombia y Venezuela, en la dirección correcta.

La adopción del AEC provee señales de largo plazo a un sector privado que busca estabilidad, y la alternativa, específicamente las reglas de origen firmadas en NAFTA o negociadas por México con Costa Rica, Colombia y Venezuela, parece ser más difícil de implementar que el AEC. La nueva literatura que compara los costos y los beneficios de las áreas de libre comercio frente a las uniones aduaneras no se muestra tan claramente a favor de las primeras. Un elemento importante es que los aranceles han caído rápidamente en la mayoría de los países latinoamericanos, y no es muy probable que bajen aun más en el mediano plazo. Los niveles del AEC en el *Grupo Andino* y en *Mercosur* muy probablemente reflejan los niveles arancelarios que prevaleceran en el mediano plazo.

En el documento se muestra que las reformas tuvieron una influencia importante sobre los flujos comerciales, y que la liberalización unilateral (y no las preferencias regionales) constituyó el elemento central detrás del muy alto dinamismo mostrado por las exportaciones totales y manufactureras a la

región. El documento también muestra que la creación de comercio dominó ampliamente sobre la desviación de comercio, aunque se requiere de mayor investigación para hacer inferencias precisas sobre la influencia de los flujos comerciales sobre el bienestar económico.

El comercio intra-industrial entre los países andinos aumentó a 40% del total en 1995, una cifra mucho mayor que para las exportaciones a otras regiones y países. Finalmente, mostramos que la reorientación geográfica fue un factor importante detrás del crecimiento de las exportaciones a la región, y que los sectores más dinámicos no se encuentran muy lejos del promedio en términos de intensidad de capital o ventaja comparativa revelada. Estos resultados son totalmente consistentes con el hecho de que muchas firmas aprenden a exportar en los mercados regionales, pudiendo más tarde competir en mercados internacionales más exigentes.

Sabemos que las economías de escala y la segmentación del mercado son elementos cruciales detrás del comercio intra-industrial, y también sabemos que su impacto distributivo es mucho menor que para el comercio tradicional. Esto explica por qué los productores se encuentran tan satisfechos con el *Grupo Andino* (Echavarría, 1997). Pero éste ya no es un mercado protegido, y no es coincidencia que los promedios del AEC coincidan con los niveles recomendados por Balassa (1973) hace más de veinte años.

Cerramos la discusión sobre la integración en la región con un comentario final. Es paradójico ver cómo los gobiernos están alcanzando la industrialización a través de la integración, el principal objetivo buscado mediante los viejos esquemas, pero a través de caminos mucho más dinámicos y competitivos. Esta razón, por sí sola, justifica plenamente

el reciente debate chileno sobre los méritos de la integración-industrialización dentro de una economía muy abierta (Laban & Meller, 1995). Cla-

ramente, la liberalización comercial podría ser el camino correcto hacia la vieja meta de industrialización competitiva en Latinoamérica.

Cuadro A.1 ARANCELES Y BARRERAS PAR-ARANCELARIAS EN LOS PAISES ANDINOS 1986-1995

	Promedios ponderados por importaciones					
	Bolivia	Colombia	Ecuador	Venezuela	Perú	Grupo andino
Impuestos a las importaciones totales (aranceles y para-aranceles)						
1986	21,2	44,0	32,5	24,2	58,2	36,0
1988	17,5	45,3	32,0	25,8	63,5	36,8
1990	14,3	21,2	29,1	18,9	63,9	29,5
1992	9,4	11,1	10,2	11,8	16,2	11,8
1994	9,3	11,0	10,1	13,2	15,3	11,8
1995	9,3		12,8		15,3	12,8
Aranceles						
1986	11,5	29,3	22,4	24,2	41,3	25,8
1988	17,5	27,8	21,7	25,8	40,4	26,6
1990	14,3	21,2	21,4	18,9	41,2	23,4
1992	9,4	11,1	8,2	11,8	16,2	11,3
1994	9,3	11,0	10,1	13,1	15,3	11,8
1995	9,3		12,8		15,3	12,6
Niveles						
Impuestos a las importaciones totales (aranceles y para-aranceles)						
1986	54,0	29,0	61,0	41,0	73,0	52,0
1988	3,0	35,0	64,0	42,0	76,0	44,0
1990	3,0	15,0	30,0	11,0	61,0	24,0
1992	3,0	9,0	13,0	7,0	3,0	7,0
1994	4,0	8,0	10,0	9,0	3,0	7,0
1995	4,0		4,0		3,0	4,0
Aranceles						
1986	45,0	26,0	36,0	41,0	46,0	39,0
1988	3,0	25,0	34,0	42,0	48,0	30,0
1990	3,0	15,0	15,0	11,0	41,0	17,0
1992	3,0	9,0	10,0	6,0	3,0	6,0
1994	4,0	8,0	10,0	8,0	3,0	7,0
1995	4,0		4,0		3,0	3,0
Desviación estándar						
Impuestos a las importaciones totales (aranceles y para-aranceles)						
1986	4,6	16,9	36,4	28,4	24,7	22,2
1988	1,9	17,6	35,9	29,7	25,1	22,1
1990	2,7	14,1	20,5	17,1	21,2	15,1
1992	0,9	6,0	5,9	6,1	4,5	4,7
1994	1,1	6,1	6,3	6,2	3,6	4,7
1995	1,1		4,8		3,6	3,8
Aranceles						
1986	1,8	16,6	30,8	28,4	23,9	20,3
1988	1,9	17,3	30,1	29,7	24,0	20,6
1990	2,7	14,1	19,6	17,1	23,4	15,4
1992	0,9	6,0	5,9	6,1	4,5	4,7
1994	1,1	6,1	6,3	6,2	3,6	4,7
1995	1,1		4,8		3,6	3,8

Para-aranceles:

Bolivia: Tasas por servicios prestados; **Colombia:** Impuesto adicional (Artículo 9 Ley 50/84) principalmente, impuesto de importaciones para el fomento de exportaciones, impuesto para IFI, Caja Agraria y Tesoro Nacional; **Ecuador:** Recargo arancelario, recargo de estabilización monetaria; **Perú:** Sobretasa. Metodología: Se usaron como ponderadores las importaciones de 1993 (en cada país); las cifras para Colombia, Ecuador y Venezuela corresponden al Arancel Externo Común (Decisión 370).

Fuente: *Aladi* y cálculos del autor.

Cuadro A.2 SECTORES DINAMICOS Y NO TAN DINAMICOS
(Exportaciones a la sub-región)

Grupo 1	
Exportaciones de crecimiento muy alto	
210	Minería del carbón
220	Petróleo crudo & producción de gas natural
290	Otros minerales
331	Aserraderos & otras herramientas para madera
354	Manufacturas de productos misceláneos de petróleo y carbón
372	Industrias de metales básicos no-ferrosos
382	Maquinaria no eléctrica
383	Maquinaria eléctrica
Grupo 2	
Exportaciones de crecimiento alto	
111	Agricultura
311	Productos alimenticios excepto bebidas
342	Imprentas y editoriales
351	Manufacturas de químicos básicos industriales excepto fertilizantes
353	Refinerías de petróleo
371	Industrias de hierro y acero
381	Productos metálicos excepto maquinaria
385	Manufacturas de equipo profesional y científico y equipos de medición
Grupo 3	
Exportaciones de crecimiento bajo	
321	Textiles
322	Confecciones excepto calzado
352	Otros productos químicos
356	Productos plásticos
361	Manufacturas de cerámica
390	Otras industrias manufactureras
Grupo 4	
Exportaciones de crecimiento muy bajo	
312	Productos alimenticios excepto bebidas
313	Bebidas
323	Curtiembres & cueros terminados
341	Manufacturas de pulpa & papel
355	Productos de caucho
362	Manufacturas de vidrio
369	Minerales no metálicos
384	Equipo de transporte

Fuente: Cálculos del autor.

BIBLIOGRAFIA

- Aitken, N.D., & W.R. Lowry (1973), "Cross Sectional Study of the Effectos of the LAFTA and the CACM on Latin American Trade", *Journal of Common market Studies*, v.12, junio, pp.326-336.
- Balassa, B., (1973) "Tariffs and Trade Policy in the Andean Common Market", *Journal of Common Market Studies*, v.12, pp.173-195.
- Baldwin, R.E., & A.J. Venables (1995), "Regional Economic Integration", en G.M. Grossman & K. Rogoff (Eds.), *Handbook of International Economics, Vol.III*, pp.1597-1644, Amsterdam, Holanda del Norte.
- Baumann, R. (1992), "An Appraisal of Recent Intra-Industry Trade for Latin America", *Cepal Review*, v.48, pp.83-94.
- Bhagwati, J., & A. Panagariya (1996), "Preferential Trading Areas and Multilateralism - Strangers, Friends or Foes?", en J. Bhagwati & A. Panagariya (Eds.), *The Economics of Preferential Trade Agreements*, pp.1-78, Washington D.C., American Enterprise Institute.
- Buitelaar, R. (1993), "Dynamic Gains from Intra-Regional Trade in Latin America", en R. Belous & J. Lemco (Eds.), *Nafta as a Model of Development. The Benefits and Costs of Merging High and Low Wage Areas*, Washington, National Planning Association.
- Corden, W.M. (1975), "The Costs and Consequences of Protection: A Survey of Empirical Work", en P.B. Kenen (Ed.), *International Trade and Finance*, pp.51-92, Cambridge.
- De la Torre, A. & M.R. Kelly (1992), "Regional Trade Arrangements", *International Monetary Fund Occasional Papers*, v.93,
- Deardorff, A. (1984), "Testing Trade Theories and Predicting Trade Flows", en R.W. Jones & P.B. Kenen (Eds.), *Handbook of International Economics*, pp.467-517.
- Díaz Alejandro, C. (1976), *Foreign Trade Regimes and Economic Development. Colombia*, New York., National Bureau of Economic Research.
- Echavarría, J.J. (1997), "Producers, Unilateral Liberalization and Regional Integration in the Andean Countries", (mimeo), Trade Unit, Organization of American States.
- Echavarría, J.J. (1996), "El G3. En el Camino de la Integración Continental", en R. Lipsey & P. Meller (Eds.), *Nafta y Mercosur. Un Diálogo Canadiense - Latinoamericano*, pp.129-163, Santiago, Cieplan - Dolmen.
- Edwards, S. (1995a), *Crisis and Reform in Latin America. From Despair to Hope*, Washington, un libro del Banco Mundial.
- , (1995b), "Comments", en S. Haggard (Ed.), *Developing Nations and the Politics of Global Integration*, pp.123-143, Washington, D.C., The Brookings Institution.
- Ethier, W. (1982), "Dumping", *Journal of Political Economy*, v.90, pp.487-506.
- Ffrench-Davis, R. (1977), "The Andean Pact. A Model of Economic Integration for Developing Countries", *World Development*, v.5, pp.137-153.
- Frankel, J.A. (1994), "Trading Blocs: The Natural, The Unnatural, and The Super-Natural", *Center for International and Development Economics Research C94-O34*.
- Garay, L.J. (1981), *¿El Pacto Andino, Creación de un Mercado Para Colombia?*, Bogotá, Fedesarrollo.
- Globerman, S. (1990), "Recent Trends in Intraindustry Trade and their Implications for Future Trade Liberalization", *Weltwirtschaft-liches Archiv, Band 124*, pp.25-49.
- Grubel, H.G. & P.J. Lloyd (1975), *Intra-Industry Trade: The Theory and Measurement of International Trade in Differentiated Products*, New York, Wiley.
- Guerrero, C. (1979), *10 Años del Grupo Andino : Memorias de un Protagonista*, Bogotá, Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo, CIID.
- Haggard, S. (1995), *Developing Nations and the Politics of Global Integration*, Washington, D.C., The Brookings Institution.
- Havrylyshyn, O. & E. Civan (1985), "Intra-Industry Trade among Developing Countries", *Journal of Development Economics*, v.18, pp.253-271.
- Helpman, E., (1987), "Imperfect Competition and International Trade. Evidence from Fourteen Industrial Countries", *Journal of the Japanese and International Economies*, pp.62-81.
- Helpman, E. & Krugman, P.R. (1998), *Market Structure and Foreign Trade*, Cambridge, Mass, MIT Press.
- Hirschman, A. (1978), *The Turn to Authoritarianism in Latin America and the Search for its Economic Determinants.*, (Documento preparado para el grupo de trabajo sobre políticas estatales y públicas de la SSRG), (mimeo).

- Hufbauer, G.C. & J.J. Schott (1994), *Western Hemisphere Economic Integration*, Washington D.C., Institute for International Economics.
- Krueger, A.O. (1993), "Free Trade Agreements as Protectionist Devices: Rules of Origin", *National Bureau of economic research working Paper*, v.4352,
- Krueger, A.O. (1995), "Free Trade Agreements vs Customs Unions", *NBER Working Paper* 5084.
- Krugman, P.R. (1994), *Rethinking International Trade*, MIT Press.
- Laban, R. & P. Meller (1996), "Estrategias Alternativas de Comercio para un Pais Pequeño: El Caso Chileno", en R. Lipsey & P. Meller (Eds.), *Nafta y Mercosur. Un Dialogo Canadiense - Latinoamericano*, pp.163-194, Santiago, Cieplan - Dolmen.
- Loertscher, R. & F. Wolter, (1980), "Determinants of Intra-Industry Trade: Among Countries and Across Countries", *Weltwirtschaftliches Archiv*, v.116, pp.280-293.
- Lora, E. & F. Barrera (1997), "A Decade of Structural Reform in Latin America: Measurement and Growth Effects", (mimeo), *Policy Discussion Paper*, Inter American Development Bank.
- Lozano, O.L. & S. Zuluaga (1998), *Estructura, Estrategia e Impacto de las Negociaciones de la Comunidad Andina de Naciones*. Banco Interamericano de Desarrollo
- Markusen, J.R. (1993), "Trade and the Gains from Trade with Imperfect Competition", en G. Grossman (Ed.), *Imperfect Competition and International Trade*, pp.55-75, Cambridge, Massachusetts, MIT Press Readings in Economics.
- Nogues, J. & R. Quintanilla (1992), "Latin American Integration an the Multilateral Trading System", en *New Dimensions in Regional Integration*, pp.278-318, Cambridge, Cambridge University Press.
- Norheim, H., Finger, K.-M. & K. Anderson (1993), "Trends in the Regionalization of World Trade, 1928 to 1990", en K. Anderson & R. Blackhurst (Eds.), *Regional Integration and the Global Trading System*, pp.436-486, Nueva York, St.Martin's Press.
- Ocampo, J.A. & P. Esguerra (1995), "The Andean Pact and Latin American Integration", en R. Bousass & J. Ross (Eds.), *Economic Integration in the Western Hemisphere*, pp.122-145, Notre Dame, University of Notre Dame Press.
- Rajapatirana, S. (1998), *Colombian Trade Policies and the 1996 WTO Trade Policy Review*, (mimeo).
- Resnik, S.A. & E.M. Truman (1973), "An Empirical Examination of Bilateral Trade in Western Europe", *Journal of International Economics*, v.3, pp.305-335.
- Schott, J.J. & B. Kotschwar (1996), "Western Hemisphere Readiness Indicators: An Interim Report", *mimeo*.
- Urrutia, M. (1981), "Viabilidad del Modelo Andino de Integración", *Coyuntura Economica*, v.11, pp.69-86.
- Viner, J. (1950), *The Customs Union Issue*, New York, Carnegie Endowment for International Peace.
- Whalley, J. (1996), "Why do Countries Seek Regional Trade Agreements?", *National Bureau of Economic Research, Working Paper*, v.5552,
- Williamson, J. (1990), *Latin American Adjustment. How Much has Happened*, Washington, D.C., Institute for International Economics.
- Winters, L.A. (1997), *Assessing Regional Integration Arrangements.*, (mimeo), documento presentado en la tercera conferencia anual del Banco Mundial sobre desarrollo en países de Latinoamérica
- Wonnacott, P. & M. Lutz (1989), "Is There a Case for Free Trade Areas?", en J.J. Schott (Ed.), *Free Trade Areas and U.S. Trade Policy*, pp.59-84, Washington, D.C., Institute for International Economics.
- Wonnacott, P. (1996), "Beyond NAFTA - The Design of a Free Trade Agreement of the Americas", en J. Bhagwati & A. Panagariya (Eds.), *The Economics of Preferential Trade Agreements*, pp.79-107, Washington D.C., American Enterprise Institute.
- Yeats, A.J. (1997), "Does Mercosur's Trade Performance Justify Concerns About the Global Welfare Reducing Effects of Regional Trade Agreements?. Yes", (mimeo).

Relaciones de comercio e inversión entre Estados Unidos y Colombia

Patricia Correa B.¹

I. INTRODUCCION Y VISION HISTORICA

Durante la mayor parte de este siglo, Estados Unidos ha jugado un papel clave y dominante en las relaciones comerciales y financieras internacionales de Colombia. Con excepción de un corto período después de la gran depresión, durante el cual Europa se convirtió en el principal proveedor de mercancías para Colombia, Estados Unidos ha sido el mercado extranjero más importante del país, y su principal fuente de importaciones, capital extranjero e ideas. Desde el punto de vista estadounidense, Colombia,

la más antigua democracia de América Latina y una de las economías más estables de la región, ha sido en general uno de sus socios económicos y políticos más confiables en el Hemisferio Occidental. Durante la década actual, estas relaciones se han visto sometidas a una considerable presión, debido al narcotráfico y a aspectos relacionados con las políticas anti-drogas. Como consecuencia, las relaciones bilaterales se han tornado más difíciles y complejas, sin que con esto haya disminuido su importancia estratégica de largo plazo para ambos países.

En este trabajo se analiza brevemente la relación económica entre los dos países durante las últimas tres décadas. El análisis se concentra en la evolución y los determinantes de los flujos comerciales bilaterales. Se tuvieron en cuenta variables económicas y políticas, con la esperanza de que ello contribuyese a un mejor entendimiento de las tendencias actuales de esta relación, y al diseño de futuras negociaciones bilaterales económicas y comerciales. Este trabajo está dividido en siete secciones. En el resto de la introducción ofrecemos una visión histórica general de las relaciones económicas entre Estados Unidos

¹ Este artículo forma parte de un libro recientemente publicado por la OEA y la CAF titulado "US-Andean trade and investment relations", editado por Patricia Correa, Miguel Rodríguez y Barbara Kotschwar. Deseo presentar mis agradecimientos a Carlos Acevedo por su eficaz ayuda en la obtención información de agencias americanas, y a Bárbara Kotschwar, Miguel Rodríguez y Roberto Steiner por sus comentarios. José Tolosa contribuyó de manera importante en el suministro de información de las autoridades colombianas. También fueron enormemente útiles las conversaciones con el exembajador de Estados Unidos en Colombia, señor Myles Frechette, Nicolás Lloreda, Mike Danniels, Norman Bailey, María Mercedes Cuéllar, Roberto Junguito, María Eugenia Mesa, María Isabel Patiño, Nohra Rey de Marulanda, Camilo Salazar y Carmen Suro Bredie.

y Colombia. La siguiente sección analiza la composición y las tendencias de los flujos comerciales bilaterales, mientras que la Sección III ofrece un análisis econométrico sencillo de los determinantes económicos de dichos flujos. La Sección IV examina las principales controversias comerciales entre los dos países. La Sección V presenta brevemente las tendencias de los flujos bilaterales de inversión directa. La Sección VI contiene una visión general de aspectos relacionados con la economía política y, finalmente, la Sección VII resume los principales resultados de este trabajo.

A. Contexto histórico: los primeros días de la expansión de Estados Unidos

Entre las dos guerras mundiales, y debido a la proximidad de Colombia al Canal de Panamá y a la constante promesa de recursos petroleros no explotados, los asuntos colombianos requirieron de vigilancia permanente, y algunas veces de intervención, por parte del Departamento de Estado norteamericano. No obstante, los objetivos de política exterior en América Latina durante los años de la "política del buen vecino" (administraciones Roosevelt y Hoover), dirigidos principalmente a la expansión de las ideas y los valores democráticos y capitalistas protegiendo los intereses norteamericanos del peligro que representaban las ideologías socialistas de izquierda y fascistas de derecha, se persiguieron principalmente a través de la integración y la cooperación política y económica (Randall, 1977).

Durante la década de los años 20, y especialmente después de que el acuerdo Thompson-Urrutia (1922) puso fin a las tensas relaciones diplomáticas entre los dos países después de la separación de Panamá, se presentó un importante flujo de capital de Estados Unidos hacia la economía colombiana, a través de la inversión extranjera directa y la compra de bonos

emitidos por el gobierno para financiar el desarrollo de infraestructura. La inversión directa se concentró en los sectores petrolero, de energía eléctrica, café, frutas, caña de azúcar, ganado, minería, y en los sectores comerciales, y originó un incremento importante de la importación de servicios y nuevas tecnologías. Adicionalmente, en 1923 se creó el Banco Central de Colombia, con la asesoría de una misión técnica dirigida por el profesor de la Universidad de Princeton, Edwin W. Kemmerer, siguiendo el modelo del Banco de la Reserva Federal americana. La asesoría técnica americana y la inversión de capital fueron por consiguiente, elementos esenciales de la bonanza que experimentó la economía colombiana durante la década de los años 20.

La expansión norteamericana, no obstante, no estuvo libre de controversia en Colombia. Surgió un intenso debate sobre si el capital, la tecnología y las compañías multinacionales americanas eran buenas o malas para el desarrollo económico del país, controversia que se mantuvo durante las siguientes décadas, bajo diferentes contextos y por diversas razones, y la cual ha tenido importantes implicaciones en el acontecer económico y político de Colombia. Una larga y sangrienta huelga contra la United Fruit Company en 1928 contribuyó a esta división².

Desde entonces, la historia colombiana se ha visto afectada por políticas y actitudes pro y antiamericanas, sin que la presencia americana en el país haya sido seriamente cuestionada, contrario a lo que ha ocurrido en otros países andinos. Esto se debe a la combinación del mantenimiento de la hegemonía de Estados Unidos a nivel mundial, a la efectiva di-

² También se presentaron problemas laborales con la Compañía Frutera del Magdalena, el más grande empleador para 1928.

plomacia norteamericana y a la influencia de importantes sectores políticos pro - Estados Unidos en Colombia.

Desde la perspectiva norteamericana, la confianza en la economía colombiana y en la capacidad del gobierno para estabilizar la economía comenzaron también a deteriorarse a finales de la década de los años 20. La deuda del gobierno central y regional había alcanzado niveles muy peligrosos, alimentada por las compras americanas de bonos colombianos, razón por la cual surgieron severas críticas acerca del uso y el abuso de estos recursos por parte del gobierno colombiano. Para finales de los años 20, los flujos de capital de Estados Unidos se redujeron sustancialmente y Colombia comenzó a enfrentar problemas fiscales y de pagos internacionales, situación que terminó con la moratoria de deuda de los años 30. Durante todos estos años el gobierno estadounidense se enfrentó a un dilema respecto a las relaciones económicas con Colombia. Por una parte, estaba sometido a intensas presiones por parte de Wall Street y del Congreso para proteger a los nacionales norteamericanos poseedores de bonos colombianos, así como por parte de los asesores económicos que recomendaban limitar y condicionar créditos adicionales a Colombia a que se hicieran ajustes fiscales y se ejerciera un mayor control sobre la utilización de estos fondos. Por otra parte, el Departamento de Estado temía que la suspensión de la ayuda financiera o la imposición de condiciones adicionales podría exacerbar los sentimientos anti-norteamericanos, afectando las negociaciones en torno a la "Concesión Barco" a favor de la South American Gulf Oil Company, y probablemente estimulando el comercio colombiano y las relaciones de inversión con Europa, en contra de otros intereses económicos y estratégicos de Estados Unidos³.

Solamente hasta 1940 se llegó a un acuerdo mutuo en las negociaciones financieras. La situación co-

lombiana de pagos se tornó realmente crítica a finales de la década de los años 30 con el comienzo de la Segunda Guerra Mundial y el consecuente cierre de los mercados cafeteros y financieros europeos (en 1940 los precios del café cayeron a una tercera parte de su valor en 1939). El poder de negociación de Colombia se vio debilitado. Bajo el acuerdo, Colombia se veía enfrentada a la necesidad de pagar sus obligaciones de deuda adquiridas a finales de los años 20, condicionada al comportamiento de los ingresos recibidos por concepto de impuestos sobre las operaciones de comercio exterior, mientras que el Ex-Im Bank de Estados Unidos aceptó prestar US \$10 millones al Banco Central de Colombia, bajo la consideración de que este préstamo ayudaría a estimular la demanda de productos norteamericanos⁴.

El desequilibrio comercial de Colombia a finales de los años 20 estimuló el proteccionismo, lo cual indudablemente afectó las exportaciones norteamericanas. Esta situación preocupó a los funcionarios estadounidenses, quienes promovieron y adelantaron difíciles negociaciones para firmar un acuerdo bilateral de libre comercio en 1933, el cual no fue ratificado y, posteriormente, para firmar un acuerdo comercial recíproco en 1936. Estados Unidos luchó contra la competencia del Japón y de Europa (especialmente de Alemania) en el mercado colombiano. Aunque el banano y el petróleo fueron las principales fuentes de conflicto comercial entre los dos países durante los años 20, los problemas con el

³ En 1926, el gobierno conservador de Pedro Nel Ospina había retirado a las compañías petroleras americanas de la concesión para explotar recursos petroleros en la región nororiental de Colombia (la denominada Concesión Barco), y el gobierno americano estaba procurando recuperarla.

⁴ En 1939, las dos terceras partes de las obligaciones financieras externas de Colombia eran con Estados Unidos.

transporte aéreo comenzaron a adquirir importancia durante los años siguientes. Un caso importante para Estados Unidos fue la aguda competencia entre Pan American y la compañía alemana SCADTA, compañía que el gobierno colombiano y el capital norteamericano absorbieron gradualmente, hasta que desapareció en 1938 bajo la administración de López Pumarejo. El manejo nacional de la inversión extranjera directa también fue fuente permanente de reclamos por parte de Estados Unidos, al igual que la eliminación de medidas discriminatorias que algunas veces beneficiaban a los europeos por encima de los norteamericanos. Colombia, por otro lado, estaba interesada en obtener una garantía de acceso libre de impuestos al mercado estadounidense para el café colombiano así como en proteger su incipiente industria local.

En términos generales, los intereses norteamericanos salieron victoriosos en todos los casos. En 1940, la economía colombiana dependía totalmente de la economía norteamericana, en la medida en que 80% de sus exportaciones (principalmente café) se vendía en el mercado de Estados Unidos, la mayoría de sus importaciones y la ayuda externa venían de ese país, la competencia europea en el sector de transporte aéreo había sido eliminada, y Estados Unidos había prácticamente monopolizado el sector petrolero.

B. De la Guerra Fría a la guerra antidrogas

Durante muchos años, y hasta el momento en el cual el tema de la droga comenzó a dominar las relaciones bilaterales, la política externa colombiana continuó siendo pro-americana en términos generales, a pesar de disputas comerciales en sectores específicos y de continuas diferencias en los puntos de vista acerca de cómo promover el desarrollo económico. Desde finales de los años 40, como lo describiremos en mayor detalle más adelante,

Estados Unidos comenzó a perder importancia como socio comercial e inversionista en Colombia.

A pesar de la promoción comercial con los países del bloque soviético y de haber flexibilizado su posición en relación con Cuba después del rompimiento de relaciones diplomáticas en 1961, durante la Guerra Fría Colombia no experimentó mayores conflictos políticos con Estados Unidos. No obstante, durante esos años, Colombia apoyó activamente la estructura institucional interamericana y promovió acuerdos subregionales de comercio e inversión como el Pacto Andino y la ALADI. En los primeros años, como es ampliamente conocido, estos acuerdos fortalecieron las barreras contra el libre comercio y contra el flujo de capital externo a la región, generando oposición por parte Estados Unidos y de algunas organizaciones multilaterales, tales como el FMI.

Durante las últimas dos décadas, la agenda económica bilateral ha estado centrada en dos temas principales: la reforma económica (incluyendo la integración económica) y las políticas antidrogas. A pesar de que Colombia se comportó como el «buen muchacho» durante la crisis de la deuda (fue el único país latinoamericano que no reprogramó formalmente su deuda externa), y no obstante el importante proceso de liberalización de la economía colombiana durante la actual década, las relaciones entre Estados Unidos y Colombia se deterioraron profundamente durante los años 90. Desde que la "guerra contra la droga" hizo su aparición en la segunda mitad de los años 80 como elemento fundamental de la política exterior norteamericana, ha jugado un papel cada vez más importante dentro del ámbito de las relaciones Estados Unidos-Colombia, haciéndolas mucho más complejas, contradictorias y tensas de lo que solían ser. Podemos decir que, bajo la administración Samper (1994-1998), las relaciones Estados Unidos-Colombia

llegaron a su punto más bajo desde los años del conflicto del Canal de Panamá. Como lo analizaremos más adelante, esta situación en ninguna forma ha debilitado la mutua importancia estratégica de ambos países como socios económicos, pero ciertamente sí ha hecho las negociaciones económicas bilaterales más difíciles y contradictorias.

II. TENDENCIAS DEL COMERCIO BILATERAL

A. Dependencia del comercio bilateral

Desde la Segunda Guerra Mundial, el mercado de Estados Unidos ha perdido gradualmente importancia como destino final de las exportaciones colombianas y como fuente de importación. Esta tendencia a la baja en la participación norteamericana en las ventas totales al mundo fue particularmente aguda durante los años 50 y 60, como se muestra en el Gráfico 1. Mientras que aproximadamente 80% de las exportaciones colombianas se vendió a Estados Unidos a comienzos de los años 50, para 1982, en plena crisis de la deuda, este porcentaje había caído a 26%, nivel a partir del cual comenzó a aumentar nuevamente, hasta alcanzar más de 40% durante los años 90.

Gráfico 1. PARTICIPACION DE ESTADOS UNIDOS EN EL COMERCIO COLOMBIANO



Fuente: US Department of Commerce.

Aunque hoy en día Estados Unidos continúa siendo el mercado más importante para los productos colombianos, tiene la mitad de la importancia que solía tener hace treinta años. Hoy, las importaciones desde Estados Unidos representan aproximadamente 36% del total de las importaciones colombianas, mientras que a comienzos de los años 50 este nivel de participación era mayor a 50%.

De manera similar, o tal vez aun más dramática, Colombia perdió importancia relativa en las actividades comerciales norteamericanas durante las tres primeras décadas del período de la postguerra (Gráfico 2). La caída de la participación colombiana es más pronunciada si se observa la composición geográfica de las importaciones de Estados Unidos. A comienzos de los años 50, 4,5% de las importaciones norteamericanas venía de Colombia; ese porcentaje es hoy en día sólo 0,5%.

La participación de Colombia en el total de las exportaciones norteamericanas, a su vez, ha caído de 2% a mediados de los años 50 a 0,8% en los últimos años. No obstante, desde los años 30 Colombia ha mantenido su importancia relativa como mercado para productos estadounidenses dentro de la región,

Gráfico 2. PARTICIPACION DE COLOMBIA EN EL COMERCIO DE ESTADOS UNIDOS



Fuente: US Department of Commerce.

alternando con Venezuela su posición como el segundo o tercer mercado más grande de Suramérica, después de Brasil. En 1996, las exportaciones norteamericanas a Colombia representaron más de 13% de las exportaciones de Estados Unidos hacia Suramérica; desde 1960 esta participación ha sido, en promedio, alrededor de 12%.

B. Composición del comercio bilateral

Estos cambios se han presentado simultáneamente con variaciones importantes en la composición del comercio entre los dos países, pero especialmente en la estructura de exportaciones colombiana. Desde la primera guerra mundial, cuando el café comenzó a convertirse en uno de los productos primarios de exportación más importante en el mundo, y hasta finales de los años 50, este producto representó más de 90% de las exportaciones colombianas hacia el mercado de Estados Unidos. A partir de entonces, no obstante, el café comenzó a perder importancia relativa, tanto en la estructura productiva como en la de exportaciones del país. En 1925, las exportaciones de café representaban 18% del PIB de Colombia y 80% del total de sus exportaciones. En 1940, estos porcentajes cayeron a 16% del PIB y 59% de las exportaciones, respectivamente (Mc Greevey, 1964). En 1970 cayeron aun más, hasta 7% del PIB y 60% del total de las exportaciones, y en 1985 a 4,7% y 47% (Junguito y Pizano eds. 1991, 1993). Actualmente, las exportaciones de café representan solamente 16% de las exportaciones. Como lo muestra el Cuadro 1, mientras que en 1970 el café representaba 65% de las exportaciones colombianas hacia Estados Unidos, en 1996 esta cifra cayó a sólo 11,9%. Los cambios en la estructura de producción colombiana y en los patrones de consumo a nivel mundial explican este resultado. Después de haber desaparecido prácticamente de la base de exportaciones de Colombia durante el período 1970-1985, la producción y las exporta-

ciones de petróleo crudo aumentaron dramáticamente después de 1986, la mayor parte de las cuales se dirigió al mercado norteamericano. En los años 90 el petróleo se convirtió, por primera vez, en el producto de exportación más importante. En 1996, alrededor de 50% de las exportaciones colombianas hacia Estados Unidos eran exportaciones de petróleo crudo (Cuadros 2 y 3). Este porcentaje probablemente continuará aumentando constantemente hasta finales de este siglo, y seguirá haciéndolo si los trabajos de exploración continúan dando buenos resultados y si el clima de inversión en este sector no se deteriora como ha ocurrido en los últimos dos años⁵.

Colombia es un potencial socio energético estratégico para Estados Unidos, ya que produce el mejor crudo del mundo, está más cerca de Estados Unidos que los proveedores del Medio Oriente, y es más seguro desde el punto de vista de seguridad nacional⁶.

En 1967, las políticas económicas enfocadas a eliminar sesgos de la producción en contra de las exportaciones tuvieron efectos dramáticos sobre la diversificación de estas últimas. Las exportaciones no tradicionales experimentaron una bonanza entre 1967 y 1974, un período durante el cual algunos empresarios encontraron un clima apropiado para tomar el riesgo de desarrollar nuevas oportunidades de negocios. El crecimiento espectacular de la industria de flores fue especialmente notorio durante esos años. Hoy en día dicha industria es el tercer

⁵ Los ataques guerrilleros contra la infraestructura petrolera, y la incertidumbre relacionada con la inversión y los contratos extranjeros explican este fenómeno.

⁶ Ver Bailey (1997) sobre la importancia estratégica de Colombia y de otros países andinos como proveedores energéticos para Estados Unidos.

Cuadro 1. INDICADORES SELECCIONADOS DEL COMERCIO BILATERAL ESTADOS UNIDOS - COLOMBIA

	1960-70	1970-75	1976-80	1981-85	1986-90	1991-95	1996
Valor del comercio bilateral US\$ Millones (fin de período)							
Importaciones desde Estados Unidos	393,8	637,5	1.708,4	1.451,1	2.038,4	4.628,2	4.709,0
Exportaciones hacia Estados Unidos	269,0	590,0	1.241,0	1.331,0	3.174,7	3.755,2	4.273,2
Participación del café (%)	65,8	52,5	62,9	35,1	10,2	14,3	11,9
Participación del petróleo (%)	8,7	0,6	0,0	0,03	41,0	34,6	39,0
Otros (%)	25,5	46,9	37,1	64,9	48,8	51,1	49,1
Crecimiento nominal del comercio bilateral (crecimiento promedio anual %)							
Exportaciones hacia Estados Unidos	-3,1	17,4	16,4	3,8	19,8	3,7	13,8
Importaciones desde Estados Unidos	6,3	15,9	22,3	-2,7	7,6	19,6	1,7
Crecimiento real del comercio bilateral^a (crecimiento promedio anual %)							
Exportaciones hacia Estados Unidos	-5,3	10,0	7,1	-1,1	15,4	0,7	10,6
Importaciones desde Estados Unidos	3,8	8,4	12,2	-7,9	3,4	15,5	-1,1
Participación de Colombia en importaciones estadounidenses (% promedio)							
Total importaciones	1,18	0,56	0,55	0,35	0,54	0,55	0,53
Importaciones sin café	-	0,22	0,20	0,22	0,44	0,49	0,47
Importaciones sin café y petróleo	-	0,24	0,25	0,26	0,29	0,34	0,28

^a Deflactado por el índice de precios al consumidor de Estados Unidos.

Fuente: IMF-IFS, US Department of Commerce, cálculos de la autora.

sector exportador más importante hacia Estados Unidos. Entre 1970 y 1975, el valor en dólares de las exportaciones de flores hacia ese país aumentó a una tasa anual superior a 100% (Méndez, 1991). Desde entonces, la tasa promedio de crecimiento ha disminuido gradualmente. Hoy en día, las flores representan más de 8% de las exportaciones colombianas hacia Estados Unidos (Cuadro 2).

Las reformas económicas de los años 90 profundizaron aun más los cambios en la composición del comercio (tanto para importaciones como para exportaciones). A pesar de que las principales exportaciones continúan siendo aquellas de productos básicos, una gran variedad de productos agrícolas

procesados y de industrias manufactureras, especialmente en los sectores de confecciones (de textiles y cuero) y petroquímica, han logrado acceso al mercado norteamericano en años recientes (Cuadro 3). Los sectores CIU "textiles y confecciones" y "alimentos, bebidas y tabaco" aumentaron su participación en el total de las exportaciones hacia Estados Unidos, de 8% y 4% a finales de los años 70, a 16% y 15%, respectivamente, en la primera mitad de esta década. Entre las exportaciones más dinámicas de artículos manufacturados hacia Estados Unidos durante la última década, aunque no muy importantes en cuanto a valor absoluto, encontramos llantas, artesanías y cerámicas, sudaderas, abrigos para dama, hojas plásticas y de aluminio,

**Cuadro 2. PRINCIPALES PRODUCTOS DE EXPORTACION HACIA ESTADOS UNIDOS
(A 4 dígitos del sistema armonizado)**

1983				1995			
Ranking		Descripción	Participación (%)		Descripción	Participación (%)	
1	0901	Café; sucedáneos del café	31,0	2709	Petróleo crudo y minerales bituminosos	34,6	
2	2710	Petróleo (no crudo) y mine. butiminosos etc.	13,0	0901	Café; sucedáneos del café	14,1	
3	0603	Flores y capullos	11,5	0603	Flores y capullos	8,6	
4	0803	Bananos y plátanos, frescos o seccos	9,5	0803	Bananos y plátanos, frescos o secos	4,2	
5	7103	Piedras preciosas y semipreciosas	5,3	7108	Oro (incluidas placas plateadas)	3,8	
6	9801	Exportaciones de productos reparados	4,1	2710	Petróleo (no crudo) y minerales butiminosos etc.	3,1	
7	1701	Azúcar de caña y de remolacha, sacarosas	3,1	9999	Estimación de trans. de impor. subvalorada	2,7	
8	0306	Crustáceos frescos y cocidos	1,6	6204	Conjuntos para mujeres o niñas	2,6	
9	2709	Petróleo crudo y minerales bituminosos	1,4	7103	Piedras preciosas y semipreciosas	2,6	
10	6204	Conjuntos para mujeres o niñas	1,1	2701	Carbón; carbón en briquetas y otras formas	2,3	
11	2701	Carbón; carbón en briquetas y otras formas	0,9	6203	Conjuntos para hombres o niños	2,0	
12	6203	Conjuntos para hombres o niños	0,9	1701	azúcar de caña y de remolacha, sacarosas	1,4	
13	7202	Ferroaleaciones	0,9	6115	Medias pantalón y medias	1,0	
14	2101	Extractos de café, té o mate	0,9	2523	Cemento Portland, cemento de alum. cemento etc.	0,8	
15	6206	Blusas y camisas para mujeres y niñas	0,7	3921	Placas, hojas y películas de plástico	0,8	
16	1703	Melazas de la refinación del azúcar	0,7	6108	Pijamas para mujeres o niñas	0,8	
17	4202	Maletas, bolsos de mano, billeteras etc.	0,5	9801	Exportaciones de productos reparados	0,8	
18	1804	Manteca de cacao	0,5	0306	Crustáceos frescos y cocidos	0,8	
19	3921	Placas, hojas y películas de plástico	0,5	4202	Maletas, bolsos de mano, billeteras etc	0,7	
20	2401	Tabaco, no manufacturado; desecho de tabaco	0,4	7202	Ferroaleaciones	0,5	

Fuente: US Department of Commerce y cálculos de la autora.

discos y cintas, ropa para bebé, sostenes, muebles, jugos de fruta, libros y escobas, entre otros (Cuadro 2)⁷.

Como resultado de los cambios en los mercados del café y del crecimiento significativo de las exportaciones de minería y de productos manufacturados, la participación de los productos agrícolas en el total de las exportaciones hacia Estados Unidos cayó dramáticamente. En 1996, solamente 13% del valor exportado a Estados Unidos correspondió al sector agrícola, mientras que a comienzos de los años 70 casi 60% de los ingresos por exportaciones se originaban en ese sector (Cuadro 3).

⁷ Todos los productos anteriores han crecido a una tasa anual promedio cercana a 100% entre 1984 y 1995.

Por otro lado, casi 90% de las exportaciones de Estados Unidos hacia Colombia son productos manufacturados (Cuadros 4 y 5). El sector manufacturero ha aumentado su participación en el total de las importaciones colombianas desde Estados Unidos, mientras que agricultura y la minería han visto disminuir su importancia. Dentro del sector manufacturero, los sub-sectores CIU de "productos metálicos fabricados, maquinaria y equipo" y "productos químicos" son especialmente importantes (Cuadro 5). Las principales exportaciones de Estados Unidos en 1995 fueron computadores, repuestos para maquinaria, video cámaras y aparatos para radiotelefonía, y otros (Cuadro 4). Este cuadro muestra claramente que también se han presentado cambios importantes en la composición de las importaciones colombianas en lo que se refiere a líneas arancelarias, y que éstas tienden a ser mucho más volátiles

Cuadro 3. COMPOSICION DE LAS EXPORTACIONES COLOMBIANAS HACIA ESTADOS UNIDOS
(Composición porcentual)

Clasificación CIU	1971-75	1976-80	1981-85	1986-90	1991-95	1996
Agricultura, silvicultura y pesca	55,97	61,84	48,16	28,93	16,73	12,96
Minas y canteras	3,30	0,10	0,93	34,41	35,15	48,36
Manufacturas	13,02	18,08	38,06	32,93	47,89	38,43
Alimentos y bebidas, y tabaco	0,01	7,77	9,18	5,81	16,08	13,36
Textiles, confecciones, y bolsos y maletas	0,08	3,98	8,04	8,55	14,51	9,35
Madera y productos de madera	0,00	0,66	0,62	0,35	0,32	0,19
Papel y productos de papel, imprenta y editoriales	3,30	2,22	2,38	1,98	1,63	0,70
Químicos, caucho y plástico	0,00	1,76	13,42	12,45	7,70	7,44
Otros productos minerales no metálicos	3,28	0,21	0,76	1,18	1,30	1,17
Metales básicos	0,02	0,02	0,98	0,99	1,19	3,40
Productos metálicos fabricados, maquinaria y equipo	0,00	0,95	1,37	0,98	1,48	1,05
Otras manufacturas	0,00	0,51	1,31	0,63	3,69	1,76
Electricidad, gas y agua	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Otros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,23	0,26
Residuo	27,71	19,98	12,86	3,73	0,00	0,00
Total	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Fuente: Dane con base en valores FOB.

Cuadro 4. PRINCIPALES PRODUCTOS DE IMPORTACION PROVENIENTES DE ESTADOS UNIDOS
(A nivel de 4 dígitos)

1983				1995			
Ranking	Descripción			Descripción			Participación (%)
			Participación (%)				Participación (%)
1	1001	Trigo	6,13	8471	Máquinas procesadoras de datos automáticas		4,04
2	1201	Soya	1,83	8431	Partes de maquinaria de las partidas 8425 a 8430		3,86
3	1502	Grasas de bovino y caprino	1,53	8525	Aparatos para radiotelefonía; cámaras de TV		2,45
4	2903	Derivados halogenados de los hidrocarburos	1,52	1005	Maíz		2,44
5	4804	Papel Kraft	1,11	2903	Derivados halogenados de los hidrocarburos		2,36
6	3901	Polímeros de etileno	1,07	9880	Otras mercancías de bajo valor		2,23
7	3811	Preparaciones y otros aditivos de aceites mine.	1,00	8708	Partes & acces. para motor.de vehi. (8701-87)		2,11
8	2902	Hidrocarburos cíclicos	0,89	8704	Motores para vehículos para trans. de bienes		2,01
9	3815	Iniciadores de reacción y aceleradores	0,78	1001	Trigo		2,00
10	2710	Petróleo (no crudo) y minerales bituminosos	0,78	3901	Polímeros de etileno		1,98
11	2941	Antibióticos	0,76	2902	Hidrocarburos cíclicos		1,58
12	3808	Insecticidas, fungicidas, etc	0,68	8517	Aparatos eléctricos para líneas telefónicas etc.		1,53
13	2402	Cigarrillos y cigarros	0,67	8473	Partes para máquinas de escribir		1,36
14	2905	Alcoholes acíclicos & halogenados	0,51	8474	Maquinaria para clasificar desperdicios		1,29
15	1005	Maíz	0,47	8429	Bulldozers		1,26
16	2909	Eteres, eter-alcohol, etc.	0,42	3100	Fertilizantes		1,15
17	2921	Compuestos con función amina	0,33	9018	Instrumentos médicos, quirúrgicos y dentales		0,94
18	4002	Caucho sintético	0,31	8409	Partes para motores de las partidas 8407 ó 8408		0,92
19	2933	Compuestos heterocíclicos	0,30	8803	Partes de aviones		0,90
20	3920	Placas, hojas, películas etc de plástico	0,28	2304	Soya		0,85

Fuente: US Department of Commerce y cálculos de la autora.

**Cuadro 5. COMPOSICION DE LAS IMPORTACIONES PROVENIENTES DE ESTADOS UNIDOS
(Participación porcentual)**

Clasificación CIIU	1972-75	1976-80	1981-85	1986-90	1991-95	1996
Agricultura, silvicultura y pesca	11,1	9,3	11,1	8,0	5,6	5,9
Minas y canteras	0,4	1,7	1,4	0,9	0,5	0,5
Manufacturas	48,6	73,2	83,2	89,7	93,5	93,2
Alimentos y Bebidas, y tabaco	3,4	8,2	7,7	3,5	3,1	3,2
Textiles, confecciones, y bolsos y maletas	1,2	1,4	1,6	1,9	4,3	4,5
Madera y productos de madera	0,1	0,1	0,4	0,2	0,3	0,3
Papel y productos de papel, imprenta y editoriales	3,1	3,1	4,0	4,4	3,9	3,5
Químicos, caucho y plástico	16,2	21,6	23,9	33,7	26,8	25,1
Otros productos minerales no metálicos	0,5	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Metales básicos	2,2	2,4	2,2	3,0	2,7	2,9
Productos metálicos fabricados, maquinaria y equipo	21,8	35,1	42,3	41,9	50,8	52,3
Otras manufacturas	0,2	0,4	0,4	0,3	0,7	0,7
Electricidad, gas y agua	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros	0,0	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4
Residuo	39,8	15,8	4,3	1,4	0,0	0,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Dane con base en valores CIF.

que en el caso de las líneas arancelarias de exportación; esto es particularmente cierto en el caso de alimentos y de productos agrícolas primarios. Muy pocos de los primeros 20 productos de importación más importantes provenientes de Estados Unidos en 1983 continuaron estando presentes en la misma lista en 1995. En promedio, los artículos de importación más dinámicos (a nivel de 4 dígitos) durante el período 1984-1995 han sido algodón, arroz, soya, maíz, combinaciones para niña y mujer, gases de petróleo, aeronaves, hidrocarburos acíclicos, carbonatos y conjuntos de generación eléctrica.

Otra importante característica de la composición del comercio bilateral es que las exportaciones colombianas continúan estando más concentradas que las importaciones cuando se tienen en cuenta las líneas arancelarias. Como lo muestran los Cuadros 2, 4 y 6, los primeros cinco artículos de importación representan alrededor de 16% del total de

las importaciones provenientes de Estados Unidos, mientras que los primeros cinco ítems de exportación representan 66% del total de las exportaciones. Desde 1983 no se han presentado cambios importantes en el grado de concentración del comercio, como se muestra en el Cuadro 6.

Aunque el comercio bilateral continúa estando relativamente concentrado en unos pocos productos, la diversificación y el comercio intra-industrial han aumentado de manera importante entre los dos países, especialmente para productos derivados del petróleo, "trajes para dama o niña", e "insecticidas y raticidas" (Cuadro 7). Sin embargo, con la información disponible, es muy difícil identificar patrones claros de especialización intra-industrial o hacer predicciones acerca del patrón futuro de especialización comercial. Los nuevos acuerdos de comercio preferenciales con Estados Unidos y con el hemisferio continuarán produciendo cambios en las

Cuadro 6. INDICE DE CONCENTRACION DEL COMERCIO BILATERAL^a

	1983	1985	1988	1990	1993	1995	Agosto-96
Exportaciones de Estados Unidos hacia Colombia (Participación porcentual)							
Primeros 100 ítems	57,13	62,11	60,99	66,95	65,92	66,78	71,66
Primeros 50 ítems	50,56	57,06	54,22	58,94	54,08	53,75	56,76
Primeros 20 ítems	35,67	44,27	39,28	44,18	37,30	37,24	39,06
Primeros 10 ítems	26,59	32,83	25,94	31,97	25,84	25,48	26,35
Primeros 5 ítems	18,39	23,94	15,52	21,16	16,53	15,14	16,90
Importaciones de Estados Unidos desde Colombia (Participación porcentual)							
Primeros 100 ítems	93,01	93,56	94,57	96,57	96,64	97,76	98,35
Primeros 50 ítems	92,82	93,20	93,92	95,48	94,33	94,82	95,46
Primeros 20 ítems	88,54	88,69	89,21	91,49	87,59	88,05	90,80
Primeros 10 ítems	81,69	82,98	82,24	84,30	79,50	78,62	83,05
Primeros 5 ítems	70,31	74,57	72,87	72,80	63,19	65,37	69,96

^a Calculado como la participación de los principales bienes transados (ítems) sobre el comercio total, respectivamente. Los ítems son definidos de acuerdo con las categorías del Sistema Arancelario Armonizado a 4 dígitos.

Fuente: US Department of Commerce y cálculos de la autora.

Cuadro 7. SECTORES CON COMERCIO INTRA-INDUSTRIAL RELATIVAMENTE SIGNIFICATIVO

Partida arancelaria	Descripción	US \$				Razón	
		Importaciones de EEUU desde Colombia		Exportaciones de EEUU hacia Colombia		Importaciones/exportaciones	
		1983	1995	1983	1995	1983	1995
2710	Petróleo no crudo y minerales bituminosos	126.064	114.702	11.642	27.133	10,8	4,2
2933	Compuestos heterocíclicos	89	2.016	4.469	34.072	0,0	0,1
3004	Medicamentos	444	2.336	3.247	9.452	0,1	0,2
3808	Insecticidas, fungicidas, etc	1.440	9.012	10.149	16.035	0,1	0,6
3815	Iniciadores de reacción y aceleradores	29	340	11.661	15.386	0,0	0,0
3920	Placas, hojas, películas de plástico	1.446	2.201	4.281	13.576	0,3	0,2
4011	Llantas neumáticas	34	1.809	2.858	20.126	0,0	0,1
6204	Conjuntos para mujeres y niñas	10.890	98.074	3.524	25.626	3,1	3,8
8524	Discos, cintas y otras grabaciones de sonido	363	1.765	3.054	24.753	0,1	0,1
8708	Partes y accs. para motores de vehí. (8701-8705)	378	4.294	34.321	97.615	0,0	0,0
9403	Muebles	762	2.733	2.003	19.772	0,4	0,1
	Subtotal	141.939	239.282	91.209	303.546	1,6	0,8
	Participación en las import. o export. totales (%)	14,6	6,4	6,1	6,6		

Fuente: US Department of Commerce y cálculos de la autora.

ventajas comparativas, haciendo que sea aun más difícil predecir estos patrones. Lo que sí es claro es que habremos de ver aun más cambios en la composición comercial en el futuro cercano, a medida que la integración económica continúe acelerándose.

La diversificación geográfica y de productos del comercio entre los dos países ha sido, en gran parte, el resultado de la internacionalización mundial y de la liberalización económica en Colombia y en el mundo en desarrollo, más que una consecuencia de políticas o eventos que afectan directamente la relación bilateral. El entorno económico más abierto ha modificado las ventajas comparativas, ha llevado a diversos patrones de especialización y, ojalá, a una asignación más eficiente de los recursos.

Como ya se indicó, un factor importante que contribuyó a las variaciones antes mencionadas es el cambio en el mercado internacional del café, especialmente en lo que se refiere a los patrones de consumo, los cuales redirigieron la demanda de café colombiano desde Estados Unidos hacia Europa. Más recientemente, el surgimiento de nuevos acuerdos regionales o la revitalización de acuerdos ya existentes (tales como el Pacto Andino) han hecho que el comercio entre países vecinos se haya recuperado durante la década de los años 90, creciendo mucho más rápido que el comercio con Estados Unidos. En Colombia ha aumentado la participación del comercio intra-regional de 10,5% en 1970 a más de 25% en los años 90.

Para ambos países, pero particularmente desde el punto de vista colombiano, el resultado general parece haber sido positivo puesto que una menor dependencia geográfica y de productos de exportación disminuye la volatilidad del comercio y de los ciclos de producción, y por lo tanto ayuda a minimizar los riesgos de crisis económicas recurrentes. Esto último, no obstante, debe analizarse con mayor de-

tenimiento que el que hemos podido aplicar en este documento, dado el alcance de este estudio. Para poder estar seguros de que ambos países realmente se han beneficiado de la diversificación, tendríamos que demostrar que los cambios en la composición comercial han sido el resultado de cambios estructurales en la ventaja comparativa, y no solamente el resultado de una ventaja artificial causada por acuerdos preferenciales. En nuestra opinión, debería presentarse una mayor liberalización, tanto en Estados Unidos como en Colombia. Dentro de un escenario más abierto, podría presentarse el caso de que el comercio bilateral pudiese recobrar la importancia que tuvo en años pasados.

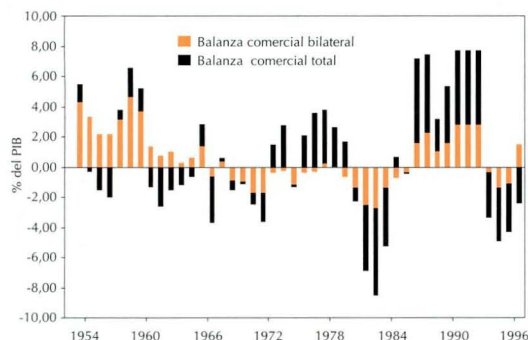
C. Balanza comercial bilateral

En lo que se refiere a la balanza comercial con Estados Unidos, durante los últimos treinta años se han presentado cuatro períodos claramente definidos (Gráfico 3):

- Un período de superávit comercial continuo (aunque decreciente) para Colombia, desde finales de la década de los 40 hasta 1965. A pesar de las crisis recurrentes de la balanza de pagos a finales de los años cincuenta y comienzos de los 60, caracterizadas por importantes déficits comerciales y por una gran volatilidad de la tasa de cambio real (Gráfico 4), Colombia mantuvo un superávit comercial con Estados Unidos, el cual alcanzó un punto máximo cercano a 5% del PIB en 1958. Estos fueron años de un crecimiento del PIB relativamente alto en Estados Unidos, y de elevados precios del café, un producto que, en promedio, representaba alrededor de 60% del total de las exportaciones, más de 70% del cual era vendido a Estados Unidos.

- Entre 1967 y 1986, Colombia tuvo virtualmente un continuo déficit comercial con Estados Unidos, el cual llegó a su máximo durante la crisis del

Gráfico 3. BALANZA COMERCIAL DE COLOMBIA 1953-1996



Fuente: US Department of Commerce, IFS-IMF.

petróleo a comienzos de los años 70 (-1,7% del PIB) y durante la crisis de la deuda de los 80 (-2,7% del PIB en 1982). En ambos casos, el PIB colombiano creció mucho más que el PIB de Estados Unidos, hecho que ayudó a acentuar el déficit. No obstante, los años del período 1973-1989 se caracterizaron por desequilibrios muy pequeños en el comercio bilateral.

○ A pesar del inmenso superávit comercial de Colombia durante los años de la bonanza cafetera (1976-1979), el comercio bilateral se mantuvo esencialmente en equilibrio. Esto se debió al hecho de que para entonces Estados Unidos ya no era el principal mercado para las exportaciones de café (su participación había caído a 30% del total de las exportaciones de café, en contraste con Europa la cual había obtenido una participación de 60% (Junguito y Pizano, 1993); no obstante, más de 40% de las importaciones colombianas aun venían de Estados Unidos (Gráfico 1). Estas últimas aumentaron sustancialmente durante aquellos años (Cuadro 1), impulsadas por las medidas de liberalización de las importaciones, por la apreciación de la tasa de cambio real, y por la expansión de la demanda doméstica.

Gráfico 4. PRECIOS RELATIVOS ENTRE ESTADOS UNIDOS Y COLOMBIA (EEUU/Colombia)



Fuente: IFS-IMF, Banco de la República, Dane.

○ Desde 1986 hasta 1992, principalmente como resultado de la depreciación de la tasa de cambio real en Colombia y de nuevos recursos petroleros, las exportaciones a Estados Unidos crecieron mucho más rápidamente que las importaciones (Cuadro 1). Durante siete años, la balanza comercial se mostró a favor de Colombia, llegando a 3% del PIB a comienzos de los años 90.

○ La liberalización comercial (Cuadro 8), la apreciación de la tasa de cambio real y la expansión de la economía colombiana, combinadas con un decaimiento del crecimiento de la economía norteamericana a finales de la administración Bush, generaron déficits comerciales durante el período 1993-1996, los cuales recientemente se han revertido en la medida en que la demanda por importaciones se ha desacelerado durante 1996-1997.

Del análisis anterior pueden derivarse tres conclusiones principales. Primero, los desequilibrios comerciales con Estados Unidos han sido mucho menores que aquellos que se presentan con el resto del mundo, por lo menos desde 1960. Segundo, desde 1980, las variaciones de la tasa de cambio

Cuadro 8. POLITICA COMERCIAL COLOMBIANA, 1967-1996

Año	Arancel nominal promedio simple %	Importaciones bajo el regimen de restricciones cuantitativas (participación en el total de las importaciones)	Arancel equivalente de la cuotas de importación	Incentivos a las exportaciones
1967	68,6	96,2	36,2	23,1
1968	68,6	83,0	25,0	21,2
1969	68,6	82,8	25,7	19,1
1970	54,9	81,0	20,9	19,8
1971	54,9	71,1	19,9	22,6
1972	54,9	71,9	20,0	26,8
1973	54,9	68,8	17,0	26,6
1974	56,9	56,4	13,3	23,5
1975	39,1	57,2	13,3	13,0
1976	39,1	60,2	14,0	10,2
1977	39,1	58,8	13,7	9,9
1978	37,0	57,2	13,3	14,1
1979	34,7	55,6	12,4	14,1
1980	32,5	56,0	12,6	15,1
1981	32,4	47,8	11,3	16,4
1982	32,4	45,3	14,8	18,8
1983	32,4	58,6	18,9	23,7
1984	48,7	71,9	23,6	27,0
1985	46,4	85,2	31,1	26,4
1986	46,4	57,6	18,6	18,4
1987	49,4	54,7	18,9	15,6
1988	49,4	52,8	17,0	14,1
1989	44,6	55,3	12,7	14,8
1990	34,1	38,3	9,2	13,3
1991	14,1	11,8	n.a.	10,9
1992	11,8	n.a.	n.a.	n.a.
1993	11,5	n.a.	n.a.	n.a.
1994	11,5	n.a.	n.a.	n.a.
1995	11,5	n.a.	n.a.	n.a.
1996	11,6	n.a.	n.a.	n.a.

Fuente: 1967-1990: Ocampo (1993); 1991-1996: Ministerio de Comercio Exterior de Colombia.

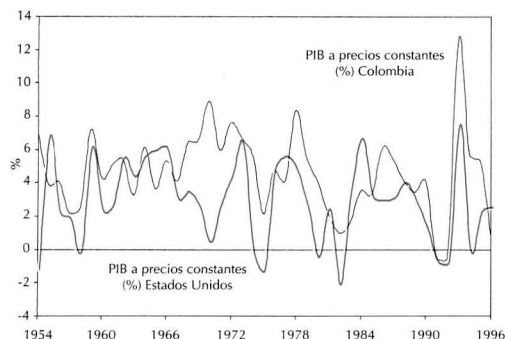
real parecen afectar el comercio bilateral con mayor intensidad que en las décadas anteriores. Tercero, dado que las tasas de crecimiento reales del PIB de Estados Unidos y de Colombia parecen estar altamente correlacionadas, con un coeficiente de correlación de 0,55 (Gráfico 5), ya que afectan la balanza comercial en direcciones opuestas, no se presenta una correlación clara entre la balanza comercial bilateral y el crecimiento económico. En la siguiente

sección se presenta un análisis econométrico de las elasticidades precio e ingreso del comercio bilateral.

III. DETERMINANTES ECONOMICOS DEL COMERCIO BILATERAL

Los patrones de especialización del comercio bilateral pueden explicarse, en gran parte, por ventajas comparativas basadas en una abundancia relativa

Gráfico 5. CRECIMIENTO REAL DEL PIB EN COLOMBIA Y ESTADOS UNIDOS



Fuente: Cálculos de la autora.

de factores. Las exportaciones colombianas hacia Estados Unidos son intensivas ya sea en recursos naturales o en mano de obra, mientras que las exportaciones de Estados Unidos hacia Colombia son intensivas en capital. Las industrias del café y de las flores, por ejemplo, dan empleo directo a 300.000 personas y a más de 70.000 trabajadores (70% de los cuales son mujeres), respectivamente. En el último caso se presenta una generación de 50.000 empleos indirectos en industrias auxiliares, tales como empaque y transporte (Méndez, 1991). Las siguientes cifras son ilustrativas de la ventaja comparativa de Colombia en industrias con intensidad de mano de obra frente a Estados Unidos: en 1970, el salario diario promedio para trabajadores en el sector agrícola era de US \$0,82, en contraste con US \$2,25 en el sector de servicios de horticultura en Estados Unidos. Si se toma en cuenta el costo de los combustibles, en 1970 los costos colombianos fueron 49% menores que los norteamericanos (Méndez, 1991). En el período 1986-1987, producir una libra de azúcar de caña refinada costaba 23,8 centavos de dólar en Estados Unidos, mientras que en Colombia ese mismo costo era de 14 centavos de dólar (Caballero, 1994).

Ejercicios econométricos sencillos nos muestran que el flujo de bienes entre los dos países es muy sensible, tanto a cambios en el ingreso como en los precios relativos. Calculamos el ingreso a largo plazo y la elasticidad relativa de precios para la demanda de importaciones y de exportaciones utilizando el siguiente modelo:

Ecuación de importaciones:

$$Imp = a_1 + a_2 * pibc + a_3 * tcr + a_4 g \quad (1)$$

Ecuación de exportaciones:

$$Exp = b_1 + b_2 * pibu + b_3 * tcr \quad (2)$$

En donde:

Imp: valor de las importaciones en dólares constantes de 1987.

Exp: valor de las exportaciones en dólares constantes de 1987.

pibc, pibu: índice real del PIB de Colombia y Estados Unidos, respectivamente.

tcr: índice de la tasa de cambio real.

g: índice de restricción cuantitativa a las importaciones.

Ambas ecuaciones se estimaron en forma logarítmica, verificando previamente el orden de integración de todas las variables dependientes y los regresores⁸. También se usaron diferentes definiciones de tasa de cambio real, utilizando precios al consumidor, precios al productor e índices de salario nominal (tcr, tcrp y tcrs, respectivamente, en el Cuadro 9).

⁸ No se pudo rechazar la hipótesis de que todas las variables fueran integradas de orden uno. Los resultados presentados en el Cuadro 9 son para las ecuaciones co-integrantes, todas las cuales tienen residuos ruido blanco. El lector interesado puede consultar el apéndice econométrico de este estudio contactando a la autora.

Cuadro 9. RESULTADOS DE LAS REGRESIONES ECONOMETRICAS

Variable dependiente	Constante	Ingreso	Indicadores de tasa de cambio real				Restricciones cuantitativas		
	C	Lpibc	Ltcrs	Ltcrp	Ltcrs	Ltcrfs	q	R2	N
Ecuaciones de demanda de importaciones									
Importaciones totales desde Estados Unidos									
Limp									
1	6,14 (5,48***)	0,87 (8,83***)	-3,06 (-3,07***)					0,85	30
2	7,32 (6,39***)	0,60 (4,19***)	-0,53 (-2,99***)				-0,005 (-2,39*)	0,87	30
3	7,87 (6,43***)	0,68 (4,91***)		-0,69 (-3,21***)			-0,007 (-3,39**)	0,88	30
4	5,76 (6,62***)	0,85 (5,29***)			-0,44 (-2,46*)		-0,005 (-2,22*)	0,86	30
5	5,76 (7,68***)	0,61 (5,06***)				-0,27 (-4,26***)		0,88	30
	C	Lpibu	Ltcrs	Ltcrp	Ltcrs				
Ecuaciones de demanda de exportaciones									
Exportaciones totales hacia Estados Unidos (1967-96)									
Lexpo									
1	-5,90 (-4,23***)	2,45 (14,13***)	0,50 (2,60**)					0,89	30
2	-5,01(-4,23***)	2,14 (12,74***)		0,61 (2,33**)				0,88	30
3	-3,47 (-3,94***)	2,10 (10,32***)			0,32 (1,45 n,s,)			0,87	30
Exportaciones sin café hacia Estados Unidos (1970-96)									
Lexp-nc									
1	-15,85 (-12,16***)	4,40 (24,50***)	0,64 (3,57***)					0,96	27
2	-15,68 (-17,68***)	4,40 (24,5***)		1,12 (5,66***)				0,96	27
3	-13,20 (-16,04***)	3,78 (18,46***)			0,69 (3,6***)			0,96	27
Exportaciones sin café y petróleo (1970-96)									
Lexp-nc,np									
1	-9,09 (-7,99**)	3,32 (21,22***)	n,s,					0,95	27
2	-9,09 (-9,67***)	3,19 (20,24***)		n,s,				0,95	27
3	-8,25 (-11,23***)	3,23 (17,67***)			n,s,			0,95	27

Nota: los estadísticos t están entre paréntesis; el R2 es el coeficiente de determinación; N es el número de observaciones

limp= log (Importaciones desde Estados Unidos); lexpo=log(exports hacia Estados Unidos); lgdp=log(pib real de Colombia)

lgdpu=log(US real GDP); lrrw=log(Real exchange rate index based on relative wages); lrrp=log(Real exch,rate index calculated with producer prices)

lrrc=log(índice de tasa de cambio real con precios al consumidor); *, **, *** = significativo al 90%, 95% and 99%, respectivamente

Fuente: Cálculos del autor.

Los principales resultados de este análisis económico pueden resumirse como sigue:

- Las elasticidades ingreso de las importaciones (entre 0,6-0,9) son similares a las elasticidades ingreso encontradas por otros autores para las importaciones colombianas totales.
- La elasticidad ingreso de las exportaciones es mucho mayor que uno: cerca de 2 para el total de las exportaciones a Estados Unidos, más de 4 para las exportaciones sin café, y 3 para las exportaciones sin café y petróleo (Cuadro 9). Estas cifras son considerablemente más altas que las elasticidades encontradas por otros autores para el total de las exportaciones (alrededor de 0,8).
- Al incluir un índice de barreras no arancelarias (q) como una variable explicatoria en la ecuación de importaciones, se obtiene que la elasticidad de los precios relativos está entre 0,3-0,7. La elasticidad precio de las importaciones obtenida fue mayor cuando se seleccionaron los precios relativos al productor como "proxy" para la tasa de cambio real, que cuando se utilizaron salarios relativos o precios al consumidor relativos. Se encontró el mismo patrón en las regresiones para la demanda de exportaciones.
- Las exportaciones sin café y sin petróleo no resultaron sensibles a variaciones en los precios relativos, sin importar la definición de TCR utilizada. Esto es particularmente cierto durante la última década. A pesar de que la apreciación de la tasa de cambio real sin duda alguna ha afectado la rentabilidad de muchas industrias exportadoras, sobretodo si tomamos en cuenta la evolución de los salarios relativos (Gráfico 4), no ha habido un efecto estadísticamente importante sobre el valor agregado del comercio no tradicional con Estados Unidos, el cual es mucho más dependiente del crecimiento del PIB norteamericano.

- Las restricciones cuantitativas han sido un factor importante para explicar el comportamiento de las importaciones (Cuadro 8).

A pesar de la reacción natural de los exportadores colombianos a proteger las preferencias otorgadas a Colombia por Estados Unidos bajo el ATPA (Andean Trade Preferences Act), éstas no parecen haber tenido mayor impacto sobre la dinámica de las exportaciones hacia Estados Unidos⁹. Aunque esta hipótesis no ha sido demostrada aquí ni en otra parte en forma rigurosa, según indican muchos estudios los exportadores colombianos no han utilizado el ATPA a plenitud, con excepción de los floricultores y algunos productos manufacturados aislados (escobas, llantas y otros). A pesar de que el índice de utilización del ATPA ha aumentado recientemente (más del 70% en 1995) y es mayor en Colombia que en otros países beneficiarios, es aun mucho más bajo de lo que se esperaba cuando el ATPA entró en vigencia¹⁰.

IV. VISION GENERAL DE LAS DISPUTAS Y LAS NEGOCIACIONES COMERCIALES BILATERALES

Durante los últimos treinta años, las negociaciones comerciales con Estados Unidos se han llevado a cabo en tres escenarios diferentes: i) el GATT y/o OMC; ii) negociaciones bilaterales, y más recientemente, iii) el proceso ALCA que se inició en la Cumbre de Miami en diciembre de 1994. A nivel

⁹ Es importante anotar que los exportadores prefieren el ATPA sobre el SGP (Sistema Generalizado de Preferencias) ya que el primero no tiene restricciones de competitividad y tiene reglas de origen más liberales, entre otras razones.

¹⁰ Este índice ofrece un indicador cuantitativo para evaluar el grado en el cual las disposiciones del ATPA han sido realmente puestas en buen uso, y se calcula como un porcentaje de las importaciones ATPA elegibles que realmente fueron introducidas libres de gravámenes bajo el acta.

bilateral, las negociaciones han estado dominadas por seis conjuntos diferentes de temas: el narco-tráfico, el Acuerdo Internacional del Café, los regímenes colombianos de comercio e inversión, el régimen de propiedad intelectual colombiano, las barreras arancelarias y no arancelarias de Estados Unidos contra importantes productos colombianos de exportación, y temas de transporte aéreo.

A. El punto de vista norteamericano

En el lado norteamericano pueden distinguirse tres períodos diferentes, según el énfasis dado a cada uno de estos aspectos: a) desde 1967 hasta 1990, pero especialmente como resultado de la crisis de la deuda, las negociaciones de Estados Unidos estuvieron concentradas en las distorsiones del mercado creadas por el régimen colombiano de inversión y comercio, caracterizado por una fuerte intervención estatal. Las negociaciones que buscaban desmontar el sistema de cuotas de exportación bajo el Acuerdo Internacional del Café fueron intensas a finales de la década de los 80, y este proceso culminó con la eliminación de este acuerdo en junio de 1989 y con la suspensión temporal de las políticas voluntarias de control a las exportaciones en 1993. A finales de los ochenta, durante la administración Barco, la presión para liberalizar el comercio, la inversión, y los regímenes financieros y cambiarios como parte de un paquete para modernizar la economía, se dio principalmente a través de organizaciones multilaterales de crédito tales como el Banco Mundial y el FMI (los créditos para rescatar compañías con altos niveles de endeudamiento en el sector de generación eléctrica, por ejemplo, se condicionaron a la eliminación unilateral de barreras comerciales no arancelarias, así como de subsidios, y a reformas en el sector financiero y en el régimen laboral). Sin embargo, estos mismos aspectos formaban parte de la agenda bilateral.

La falta de un acuerdo de comercio bilateral o de un marco formal dentro del cual pudieran discutirse abiertamente dichos temas comerciales y resolverse las controversias de una manera más transparente dio origen a muchas tensiones y malentendidos entre los dos países. Estos problemas se aliviaron cuando Colombia adhirió al GATT y comenzó a beneficiarse del SGP (Sistema Generalizado de Preferencias).

A partir de 1989 se tomaron importantes medidas para mejorar el marco institucional dentro del cual se desarrollaban las relaciones comerciales bilaterales. En esa época, los grandes esfuerzos de Colombia en la lucha contra el tráfico de drogas y los costos de las actividades narcoterroristas le generaron la simpatía y solidaridad de la comunidad internacional, y de la administración Bush en particular. Esto, sumado al hecho de que el gobierno estadounidense tenía un interés especial en expandir los mercados de exportación americana a través de la promoción de la integración económica con Latinoamérica, redundó en tres nuevos desarrollos importantes para la relación comercial bilateral¹¹ USITC (1994); Perry (1991), y Ocampo (1991).

1. La "Iniciativa Andina"

En diciembre de 1989, el presidente Bush firmó el Acta Internacional de Control de Narcóticos, cuya sección 2 esbozaba una "iniciativa andina de drogas" y subrayaba la necesidad de un esfuerzo antidrogas que financiaría programas de sustitución de cultivos y brindaría oportunidades alternativas de empleo en los países andinos. Esta sección requería de que Estados Unidos considerase "iniciativas para mejorar y expandir los esfuerzos antidroga... a través de la

¹¹ Interés que se materializó con el lanzamiento de la Iniciativa Empresarial para las Américas por parte de Estados Unidos.

utilización de políticas económicas, comerciales y otras". En 1989, el presidente Bush había propuesto una revisión del sistema de preferencias comerciales otorgado a los países andinos, el cual mejoró ligeramente las condiciones de acceso al mercado para algunos productos de exportación de la región. Pero esto no pareció suficiente para lograr los objetivos buscados¹². Durante la cumbre presidencial de Estados Unidos y los países andinos en Cartagena el 15 de febrero 1990, el presidente Bush se comprometió adicionalmente a mejorar el acceso de los productos andinos al mercado estadounidense, y en julio de 1990 anunció su intención de adoptar un paquete de medidas comerciales para las naciones andinas "productoras de droga" (Bolivia, Colombia y Perú)¹³. Este fue el origen del ATPA, presentado al congreso estadounidense en octubre de 1990, pero que sólo fue aprobado un año más tarde. El ATPA entró en vigencia el 2 de julio de 1992, cuando el presidente Bush designó formalmente a Bolivia y a Colombia como beneficiarios.

En desarrollo de la Iniciativa Empresarial de las Américas, el ATPA extendió a los países andinos las preferencias básicas de la Iniciativa de la Cuenca del Caribe (CBI), esto es, acceso sin impuesto de aduanas para un importante grupo de productos, bajo la condición de que los países beneficiarios cooperarían plenamente en la lucha contra las drogas (además de otras condiciones relacionadas con derechos humanos y aspectos democráticos). Este programa no afectó las barreras no arancelarias y

excluyó de las preferencias los que habían sido llamados "productos sensibles" para Colombia, tales como azúcar, textiles y prendas de vestir, calzado, atún enlatado, ron, y un producto de exportación clave: el petróleo. La mayoría de los productos seleccionados ya tenían acceso libre de impuestos al mercado estadounidense, ya fuese a través del SGP o porque el arancel era cero (café y banano). El programa tendría vigencia por un período de diez años.

2. Programa de asistencia agrícola

Otro componente del paquete anunciado por el presidente Bush fue la expansión de la ayuda norteamericana para el desarrollo de la agricultura, para lo cual se creó en 1990 un equipo que reunía las entidades gubernamentales del sector en cada país. Este equipo, dirigido por el Embajador Edwin Corr, tenía la misión de identificar los principales impedimentos a los que se enfrentaba la producción agrícola y las exportaciones andinas hacia Estados Unidos. El equipo presentó sus resultados a la Representante Comercial de Estados Unidos, Carla Hills, en enero de 1991, entre los cuales se encontraban las siguientes recomendaciones: racionalización de las normas expedidas por el APHIS (Servicio de Inspección Animal y Fitosanitaria), eliminación de barreras no arancelarias para productos de exportación con potencial de crecimiento, promoción de la inversión y una mayor coordinación institucional.

3. La creación de la Comisión Bilateral Colombo-Americana de Inversión y Comercio

En julio de 1990 se firmó un acuerdo marco entre los dos países, a través del cual se creaba esta comisión como un primer paso hacia la preparación de negociaciones para un futuro acuerdo bilateral de libre comercio. También se crearon cuatro grupos de trabajo, en los siguientes temas: acceso a mercado, alimentos y agricultura, protección de derechos

¹² Colombia había solicitado la inclusión de 93 posiciones arancelarias en el SGP, de las cuales 35 fueron aceptadas en 1990. Entre 1978 y 1989, Colombia había solicitado preferencias para 170 posiciones, de las cuales solamente 25 habían sido aceptadas hasta la fecha (Ocampo, 1991).

¹³ Este compromiso está contenido en la "Declaración de Cartagena", firmada por los presidentes de Colombia, Perú, Bolivia y Estados Unidos.

de propiedad intelectual, y sector privado. Este último dio origen al Consejo Empresarial Colombia-Estados Unidos. A partir de entonces esta comisión, junto con la OMC, ha sido el principal foro bajo el cual se han llevado a cabo las disputas y negociaciones del comercio bilateral. Desde su creación, la Comisión se ha reunido anualmente casi sin excepción.

Durante el segundo periodo, entre 1991 y mediados de 1994 (coincide con la administración Gaviria), la presión para llegar a acuerdos bilaterales sobre inversión y derechos de propiedad intelectual comenzó a dominar la agenda norteamericana. A medida que Colombia se involucró en un proceso de reforma económica relativamente rápido entre 1989 y 1993 (Edwards, 1997), la política comercial de Estados Unidos hacia Colombia y hacia la región comenzó a concentrarse en temas de inversión, en aspectos de derechos de propiedad intelectual y en temas de comercio "no tradicionales", tales como libre comercio en servicios. En relación con la inversión, desde 1982 Estados Unidos ha estado promoviendo varios tratados de inversión bilateral en todo el mundo (21 de los cuales se encuentran vigentes). El propósito de estos tratados es garantizar trato nacional para las inversiones norteamericanas, imponer límites a la expropiación sin indemnización, facilitar la transferencia de pagos a las casas matrices de compañías estadounidenses, evitar requisitos de desempeño (tales como cuotas de exportación y otras distorsiones comerciales), garantizar libertad para escoger mecanismos de solución de controversias relacionadas con la inversión y prácticas no restrictivas en compras del estado. En 1996, Estados Unidos había firmado cinco tratados de inversión bilateral dentro de la región (con Argentina, Panamá, Ecuador, Honduras y Nicaragua), insistiendo en que este era un elemento esencial para la firma de cualquier tipo de acuerdo de libre comercio con Estados Unidos (ya fuese bi-

lateral, una extensión de NAFTA, o dentro del ALCA). No obstante, las negociaciones formales para la firma de un tratado bilateral no comenzaron hasta 1994¹⁴.

En lo que se refiere a la propia intelectual, antes de 1991 el aspecto más controvertido en las negociaciones era el régimen restrictivo impuesto por la Decisión 85 de la Junta del Acuerdo de Cartagena, aprobada en 1974, la cual fue reemplazada por la Decisión 311 en noviembre de 1991 debido principalmente a la presión de Estados Unidos. A pesar del hecho de que este nuevo marco ampliaba el alcance y la extensión de la protección a las patentes, el nuevo régimen no fue del agrado de Estados Unidos debido a razones que se explican con todo detalle en otro capítulo (Salazar, 1997). Estados Unidos ejerció presión sobre diferentes países andinos, buscando la reforma de las reglas del Pacto Andino para permitir a los países adoptar esquemas de protección a la propiedad intelectual más ambiciosos. Este objetivo se alcanzó finalmente a finales de 1991, y desde entonces la firma de un acuerdo bilateral de propiedad intelectual con Colombia ha sido una de las prioridades más importantes de Estados Unidos en las negociaciones bilaterales¹⁵.

4. Periodo 1994-1997

Aunque la inversión y la propiedad intelectual continuaron siendo temas de alta prioridad para Estados Unidos, desde finales de 1994, poco después de que el presidente Ernesto Samper se posesionara y

¹⁴ Para un resumen de temas y controversias actuales sobre estas negociaciones, ver Frechette (1996) y Ramírez (1996).

¹⁵ Algunos de los temas más controvertidos son una mayor protección para productos farmacéuticos, el régimen para marcas registradas y patentes, y requerimientos de licencias. Ver Frechette, (1996).

fuera acusado de haber recibido dinero del narcotráfico para financiar su campaña electoral, el enfoque de la política comercial hacia Colombia experimentó un importante cambio. Las políticas de comercio exterior y de inversión se convirtieron en un elemento clave de la política exterior de Estados Unidos, bajo la forma de sanciones económicas (y/o la amenaza de su imposición), para alcanzar objetivos diferentes a la expansión del libre comercio entre los dos países. De ser la zanahoria, el comercio se convirtió en "el palo" de la política externa antidrogas de Estados Unidos. Este hecho caracteriza el tercer período de las relaciones comerciales entre los gobiernos de Estados Unidos y Colombia, el cual va desde finales de 1994 hasta la actualidad.

En 1995, 1996 y 1997, el gobierno estadounidense no certificó ("descertificó") al Congreso de su país que Colombia estaba cooperando plenamente, o en forma satisfactoria, en la guerra contra las drogas. Mientras que en 1995, Estados Unidos prescindió del requerimiento de suspender la ayuda financiera norteamericana a Colombia alegando interés nacional, en 1996 no lo hizo. Bajo la ley norteamericana (particularmente la Ley de Ayuda Externa de 1967 y la Ley de Comercio Exterior de 1974), la "descertificación" sin dispensa implica sanciones económicas automáticas, tales como la suspensión de cualquier tipo de ayuda financiera hacia el país, (con la excepción de la ayuda destinada a la lucha contra la droga), y da poder discrecional al presidente de Estados Unidos para eliminar las preferencias comerciales actuales (tales como ATPA y SGP); para elevar los niveles arancelarios incluso hasta 50% para todas las importaciones provenientes de ese país; y para limitar el flujo de transporte aéreo entre los dos países, entre otras medidas.

Otro grupo de sanciones se relaciona con la Ley de Emergencia Económica, la International Emergency Economic Powers Act de Estados Unidos (IEEPA), la

cual otorga poderes especiales al presidente para tomar medidas específicas de emergencia cuando exista una amenaza para la seguridad nacional y económica del país. En octubre de 1995, los narcotraficantes colombianos fueron declarados como una amenaza tal, y se emitió una orden ejecutiva que establece los límites bajo los cuales pueden aplicarse tales medidas. Esta orden ejecutiva contiene una lista de individuos y firmas colombianos (se supone que todos ellos están relacionados con los carteles de la droga, según información del servicio de inteligencia de Estados Unidos) sobre quienes pueden aplicarse sanciones¹⁶ y con los cuales los nacionales norteamericanos tienen prohibición de adelantar cualquier tipo de relación económica o comercial. Bajo estos poderes de emergencia, y como parte de un programa global para combatir el lavado de dinero, la administración Clinton puede suspender las transacciones electrónicas con el sistema financiero de un país que supuestamente facilite o no esté combatiendo las actividades de lavado de dinero.

Hasta ahora, de todas estas sanciones potenciales, solamente se ha implementado la suspensión de la ayuda financiera del gobierno estadounidense. Los créditos del Ex-Im Bank, los flujos financieros AID y los préstamos para inversión y las garantías de la OPIC se congelaron mientras que Colombia permaneció "descertificada". El efecto directo de estas medidas no ha sido muy importante, ya que estas fuentes financieras han sido reemplazadas por similares en otros países. Adicionalmente, bajo la ley norteamericana el representante estadounidense en los directorios de organizaciones de crédito multilateral tales como el Banco Mundial y el BID ha tenido que votar en contra de la aprobación de nuevos préstamos para financiar proyectos en Colombia.

¹⁶ Esta lista es preparada por la Oficina de Control de Activos Extranjeros, que reporta al Secretario del Tesoro.

Esto último, sin embargo, no ha afectado el flujo normal de los créditos de estas instituciones. De esta manera, los principales efectos económicos de la "descertificación" han sido de tipo indirecto: pérdida de oportunidades de inversión extranjera debido a cambios en la percepción de los riesgos que presenta el país, al igual que un deterioro en el clima de inversión doméstica debido a la incertidumbre relacionada con las potenciales sanciones y a la inestabilidad política causada por la tensión en las relaciones entre los dos gobiernos¹⁷. Más importante aun, han habido importantes cambios en la actitud de Colombia hacia Estados Unidos, un aspecto que se examinará más a fondo en otra sección de este documento.

Durante los últimos tres años, el gobierno estadounidense se ha visto enfrentado a un difícil dilema: ser duro con Colombia como mecanismo para combatir el tráfico de drogas y la corrupción, sin afectar los intereses legítimos colombianos y norteamericanos, sin que ello represente una amenaza para las instituciones democráticas. Esta situación ha generado algunas contradicciones (al menos aparentes) en la política comercial norteamericana. Durante las reuniones de la Comisión Bilateral de Comercio e Inversión que tuvieron lugar en mayo 1997, la agenda estuvo menos "narcotizada" y las conversaciones se centraron en las relaciones comerciales bilaterales.

Un informe reciente del Servicio de Investigación del Congreso de Estados Unidos resume bien la que continúa siendo la posición americana en relación

con temas puramente comerciales: "A pesar del progreso logrado, Colombia aun impone algunas barreras de inversión y comercio. El sector agrícola continúa estando fuertemente protegido a través de licencias de importación, aranceles variables, controles de precios... Subsisten medidas discriminatorias en compras del gobierno, requerimientos de programación de televisión extranjera, y una débil protección a los derechos de propiedad intelectual" (Ahearn, 1995). En relación con las políticas agrícolas específicamente, Estados Unidos sostiene que Colombia no cumple las directrices de la OMC.

5. El punto de vista colombiano

Desde el punto de vista colombiano, las presiones sobre Estados Unidos se han concentrado en cuatro áreas principales: i) apoyo al Acuerdo Internacional del Café, ii) garantía de preferencias comerciales más estables y más amplias, iii) eliminación de barreras no arancelarias para productos de exportación claves y iv) separación de temas comerciales de los relacionados con la política antidrogas

B. Barreras no arancelarias en el mercado de Estados Unidos

Según Ocampo (1991), en 1990 más de 18% de las exportaciones colombianas, y más de 50% de las exportaciones no tradicionales, estaban sujetas a algún tipo de barrera no arancelaria en el mercado estadounidense. Fuera de estas barreras, los productos colombianos se ven constantemente sometidos a inspecciones de aduana relacionadas con el control al tráfico de drogas. Los productos que han sido sometidos a mayores restricciones no arancelarias son: productos agrícolas (especialmente flores y frutas), productos alimenticios tales como azúcar y langostinos, textiles y prendas de vestir, y ropa de cuero. Las medidas antidumping han estado entre las barreras más frecuentes (Cuadro 10).

¹⁷ De acuerdo con un estudio reciente de la Oficina Comercial del Gobierno Colombiano (1996), si las preferencias ATPA se suspendieran, 13.3% de las exportaciones colombianas hacia Estados Unidos resultaría afectado si las sanciones cubrieran también al SGP (aproximadamente US \$120 millones), y solamente 3,2% resultaría afectado si se mantuviese el SGP.

Cuadro 10. RESUMEN DE BARRERAS NO ARANCELARIAS IMPUESTAS POR ESTADOS UNIDOS A LOS SECTORES EXPORTADORES COLOMBIANOS

- Cuotas y otras restricciones cuantitativas: azúcar, textiles y confecciones, tabaco.
- Políticas y prácticas anti-dumping: claveles, rosas (búsqueda) y crisantemos.
- Controles ambientales y fitosanitarios: mangos, moras, proceso actual a la importación de uchuvas, medidas de control de aftosa, flores (para controlar la "roya blanca").
- Salvaguardias: flores (a finales de los 80. Sección 201 USTR-ITC. La administración hace la decisión final. La petición es contra el USTR. ITC el concepto no obliga), escobas.
- Medidas de protección ambiental: atún y delfines (se recurre a un panel OMC en el caso en que haya temas sin resolver), tortuga, langostinos.
- Servicios: restricciones al tráfico aéreo (tres áreas de negociación: control aéreo, seguridad aeroportuaria y acceso al mercado).
- Barreras técnicas: sobre un gran número de productos industriales.
- Medidas unilaterales bajo la sección 301: banano: investigación sobre prácticas que son consideradas discriminatorias por Estados Unidos; régimen especial para derechos de propiedad intelectual (Colombia está en la lista de observación), y para prácticas en compras del estado que son consideradas discriminatorias.
- Otras: Inspecciones aduaneras, "estigmatización" de Colombia por ser el mayor productor de narcóticos y por abusos en materia de derechos humanos (trabajo infantil).

Fuente: Elaborado por la autora.

En las últimas reuniones de la Comisión Bilateral de Comercio e Inversión, Colombia hizo énfasis especial en los siguientes puntos:¹⁸

- Cuota azucarera. Desde 1934, con excepción del período 1875-1881, Estados Unidos ha estado imponiendo cuotas a las importaciones de azúcar. Hoy en día, la cuota colombiana es 25% menor que la de 1981, año en el cual se instituyó el sistema actual para la determinación de las cuotas. Colombia sostiene que Estados Unidos tienen la obligación de modificar su sistema actual de cuotas azucareras. Por un lado, las fórmulas actuales para determinar la participación específica de los países en la cuota mundial azucarera utilizan información

de importaciones del período 1975-1981, años durante los cuales Colombia no era un exportador importante para Estados Unidos. El resultado de esto es una cuota injustamente baja para Colombia. Desde 1981, la estructura de producción azucarera ha cambiado fundamentalmente. De acuerdo con Suárez (1995), "Colombia ha mostrado un importante crecimiento en la producción azucarera durante los últimos diez años, causado por la expansión del área cultivada, rendimientos más altos y diversificación de productos... la producción saltó de 1,2 millones de toneladas crudas a mediados de los años 80 hasta un récord de 2,04 millones de toneladas en 1994-1995".

Colombia sostiene que, bajo los artículos 11 y 13 del GATT, la determinación de la cuota del país puede y debe ser modificada para reflejar la nueva información de producción.

¹⁸ La última tuvo lugar en Bogotá el 10 de junio de 1997.

Por otro lado, las cuotas actuales no reflejan las ventajas comparativas entre países en la forma en que lo haría la participación comercial bajo un entorno de libre comercio. De acuerdo con WSDE, Colombia es el país más competitivo a nivel mundial en cuanto a producción de azúcar. Adicionalmente, el Nafta tendría efectos negativos adicionales sobre la participación colombiana en el mercado azucarero estadounidense, ya que las preferencias dadas a México podrían implicar que gradualmente este país habría de llenar totalmente la brecha en la demanda americana; por lo tanto, la cuota global azucarera desaparecerá virtualmente. Este acuerdo también redujo las posibilidades de que Colombia se beneficiara del acuerdo G3 en este campo. Desde nuestro punto de vista, Estados Unidos no va a modificar fácilmente el actual régimen, dados los poderosos intereses que se benefician del programa actual (agricultores que suministran materias primas para la industria americana de azúcar de remolacha, y los proveedores de almíbar de maíz fructosa (HFCS, entre otros).

○ Casos antidumping contra la industria de flores. Colombia ha expresado gran preocupación en relación con las metodologías utilizadas por el Departamento de Comercio de Estados Unidos para identificar el dumping en este sector. Entre otros aspectos, Colombia argumenta que los precios promedio a ser comparados con los costos deberían calcularse mensual y no anualmente debido a los cambios estacionales en el comportamiento de los mercados de flores. Adicionalmente, los precios para otros mercados no deberían ser tomados en cuenta para dichos cálculos, debido a las características específicas de cada mercado.

○ Cuotas de textiles y confecciones. En el marco del Acuerdo Multifibras, las exportaciones colombianas de estos productos estuvieron sujetas a cuotas hasta 1986. El 1990 se eliminaron estas restricciones,

pero fueron impuestas nuevamente en 1992 para aquellos productos cuyas importaciones desde Colombia mostraban niveles de crecimiento significativos. Una de las principales prioridades de Colombia en este momento es ser incluido en la Iniciativa del Caribe, con el fin de que estos sectores puedan competir bajo igualdad de condiciones con países del Caribe y de Centroamérica. En caso de no lograrse esto, y en caso de que el Congreso estadounidense apruebe la extensión del tratamiento preferencial Nafta a estos países, el sector textil colombiano, uno de los más desarrollados tecnológicamente en la región, no estaría en condiciones de competir en el mercado estadounidense, con resultados devastadores para la economía colombiana.

C. Expansión de las preferencias comerciales y de la integración regional

Como ya se mencionó, Nafta y los actuales acuerdos de comercio preferencial firmados por Estados Unidos con otras naciones han afectado indudablemente exportaciones colombianas claves, como resultado de los efectos de la desviación de comercio. Desde este punto de vista, un acuerdo como el ALCA que ampliase las actuales preferencias comerciales de Estados Unidos en toda la región, en aquellos sectores en los cuales Colombia cuenta con una ventaja comparativa, y que en la actualidad no gozan de preferencias ATPA, sería muy beneficioso para Colombia. La eliminación de las barreras comerciales mencionadas tendría una alta prioridad en la agenda colombiana en futuras negociaciones de acceso a mercado dentro del proceso de negociación del ALCA.

Aunque es aun muy temprano para saber cómo habrán de desarrollarse estas negociaciones, hay buenas posibilidades de que Colombia negocie dentro del proceso del ALCA como parte del bloque andino, más que sobre una base individual. Esto

tendrá tanto ventajas como desventajas en términos de hacer valer los intereses colombianos de una forma más efectiva, ya que los países andinos no son homogéneos en términos de su estructura comercial y de sus intereses. Garantizar un acceso más sólido y estable al mercado energético estadounidense (y hemisférico) es un punto en el cual es muy probable que los países andinos vayan a participar como un bloque unido y fuerte.

D. "Desnarcotización" de la agenda comercial

La separación de los temas comerciales y de droga ha sido una demanda permanente de Colombia en las negociaciones bilaterales, y continuará siéndolo en el futuro y dentro del contexto de las negociaciones hemisféricas. Colombia sostiene que estas últimas requieren de soluciones multilaterales y de procesos multilaterales de "certificación", y que no deberían afectar o condicionar el curso de las negociaciones de libre comercio. En relación con el comercio y la lucha contra las drogas, Colombia recientemente ha señalado que Estados Unidos no está haciendo suficientes esfuerzos para combatir el lavado de dinero a través del contrabando de mercancías. Muchas compañías multinacionales americanas venden mercancías a agentes directamente relacionados con narcotraficantes, sin ningún tipo de control ni de supervisión por parte de las autoridades americanas, agentes que posteriormente introducen ilegalmente estos productos a Colombia y a otros países productores de droga en la región, vendiéndolos luego para poder financiar sus actividades locales ilegales, un mecanismo efectivo de lavado de dinero¹⁹.

V. FLUJOS DE INVERSION BILATERAL

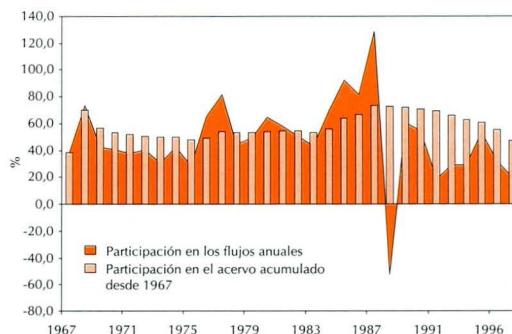
Estados Unidos ha sido el más grande inversionista extranjero en Colombia, representando alrededor de 70% del acervo total de inversión extranjera

directa (IED) en 1990, y 47.5% en 1996 (Gráfico 6 y Cuadro 11). Durante los años noventa, en promedio la inversión extranjera directa americana representó 5.6% del total del acervo de capital doméstico. Adicionalmente, durante la década de los 90 Estados Unidos ha sido también el inversionista de portafolio más importante, con una participación promedio de 67.5% (Cuadro 11).

El periodo más dinámico de la IED norteamericana se dio durante los años 80, período en el que se invirtió un gran volumen de recursos en proyectos de exploración y explotación petrolera. Hoy en día, no obstante, la IED norteamericana está creciendo más lentamente (9.5%) que la IED total (27%).

En la década actual, el índice anual de utilidad promedio en inversiones directas estadounidenses en Colombia fue mayor que el de las inversiones norteamericanas en el mundo o en economías en vías de desarrollo (Gráfico 7). En 1995, el acervo de las inversiones norteamericanas en Colombia se concentró en el petróleo (51%), en la minería (18%),

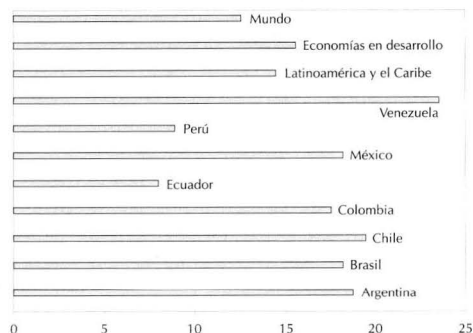
Gráfico 6. PARTICIPACION DE ESTADOS UNIDOS EN LA INVERSION EXTRANJERA EN COLOMBIA



Fuente: Banco de la República.

¹⁹ Steiner, 1997.

Gráfico 7. TASA DE RENTABILIDAD PROMEDIO ANUAL DE LA INVERSION EXTRANJERA DE ESTADOS UNIDOS EN LA REGION 1990-1995



Fuente: Banco de la República.

manufacturas (21%), y en las instituciones financieras (6%) (Ahearn, 1995). En los últimos tres años, no obstante, la inversión en el sector de manufactura y en el sector financiero mostró los mayores niveles, representando 48% y 36% del total del flujo de IED norteamericana en 1996 (Cuadro 11).

La inversión colombiana (oficialmente reportada) en Estados Unidos, por otro lado, ha sido mínima. En 1996 fue de menos de US \$3 millones, lo cual representa menos de 4% del total de las inversiones colombianas en el exterior.

VI. ASPECTOS DE ECONOMIA POLITICA

El apoyo general en Colombia a fortalecer los lazos económicos con Estados Unidos ha variado a través de la historia, según la situación económica y de balanza de pagos del país, la estrategia de desarrollo adoptada, y otros factores no económicos tales como la política exterior norteamericana en relación con la intervención en otros países latinoamericanos (Panamá, Cuba, Nicaragua, Granada, etcétera), y más recientemente, según la estrategia estadounidense en la lucha contra las drogas. Dentro del

país, según se indicó anteriormente, la actitud hacia Estados Unidos varía de acuerdo con la posición económica, social, política, y aun geográfica²⁰.

Hasta la última década, los intereses pronorteamericanos estuvieron concentrados en los sectores tradicionales de exportaciones (café, petróleo, minería y banano) y en el sector financiero, mientras que el sector agrícola, con una orientación doméstica, y la industria manufacturera (una parte significativa de la cual nació durante los años del proteccionismo), estuvieron naturalmente menos inclinados a establecer vínculos comerciales con Estados Unidos.

Durante la mayor parte de este siglo, el café ha sido tal vez el grupo de influencia más poderoso que se ha visto involucrado en la campaña de protección de las relaciones entre Estados Unidos y Colombia. Debido a la fuerte dependencia de la economía de la producción y las exportaciones de café, y al hecho de que durante muchos años Estados Unidos fue el consumidor más importante de café colombiano²¹, no es sorprendente que fuera una de las prioridades más importantes de Colombia garantizar el acceso al mercado norteamericano de café, especialmente durante períodos de problemas de la balanza de pagos. Pero proteger los intereses del café no era necesariamente, o no únicamente, proteger los intereses colombianos. Hasta finales de los años sesenta, no solamente Estados Unidos era

²⁰ Las ideas nacionalistas tradicionalmente han contado con un fuerte apoyo en las regiones andinas y aisladas del país, mientras que la costa caribeña se ha mostrado más abierta a la influencia de Estados Unidos, especialmente en lo que se refiere a la importación de bienes de consumo americanos. La falta de una infraestructura adecuada de transportes y de comunicaciones dentro del país es una de las razones que explica esta diferencia.

²¹ Desde los años 30, y hasta mediados de la década de los años 60, Estados Unidos fueron, por mucho, el principal mercado para este producto, con una participación promedio de más de 80% en el total de las exportaciones colombianas de café.

Cuadro 11. INDICADORES SELECCIONADOS SOBRE INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA (IED) EN COLOMBIA

	Flujos anuales de IED (US\$ millones)							
	1967	1970	1975	1980	1985	1990	1995	1996
Total IED	16,5	104,9	48,5	103,6	489,5	230,3	1.320,9	1.880,1
IED de Estados Unidos	6,3	42,3	13,8	67,0	450,9	126,3	417,0	366,4
	Crecimiento promedio anual de la IED (%)							
	1970-74	1975-79	1980-84	1985-89	1990-94	1995	1996	
Total IED	11,1	10,5	12,8	13,8	12,1	23,3	26,9	
IED de Estados Unidos	8,0	12,1	14,3	20,2	8,3	12,2	9,5	
Composición sectorial	Participación de Estados Unidos en la IED total por sectores				Participación sectorial en la IED de Estados Unidos en Colombia			
	1994	1995	1996	1994-96	1994	1995	1996	
Agricultura	2,2	1,5	1,2	1,6	0,0	0,1	0,1	
Minería	19,9	42,6	10,5	24,3	0,7	11,2	1,3	
Manufacturas	21,0	41,8	27,0	29,9	10,4	57,9	48,1	
Electricidad	42,6	41,1	5,0	29,6	0,4	0,8	2,0	
Construcción	29,8	42,9	7,7	26,8	1,3	3,3	0,5	
Comercio	53,6	36,9	19,6	36,7	5,9	11,4	8,1	
Transporte	9,3	20,8	9,8	13,3	2,0	10,8	4,2	
Servicios financieros	83,1	10,1	19,6	37,6	79,1	4,9	35,6	
Otros servicios	10,6	0,0	0,9	3,8	0,0	-2,0	0,0	
Otros	16,0	75,9	14,0	35,3	0,1	1,4	0,0	
	Participación de la IED en la acumulación de capital del país							
	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1990-95	
Total IED	7,1	7,2	9,8	8,7	10,8	9,3	8,8	
IED de Estados Unidos	5,0	5,0	6,5	5,5	6,5	5,1	5,6	
	Inversión de portafolio							
								1992-96
Total (US\$ millones)			61,1	43,7	588,1	165,8	292,2	-
Proveniente de E.U. (US\$ millones)			13,0	38,6	553,5	119,8	179,3	-
Part. de E.U. en inver. de portafolio (%)			21,3	88,4	94,1	72,2	61,4	67,5
	Inversión extranjera directa de Colombia en el exterior							
								1991-96
Total (US\$ millones)		19,9	73,9	94,8	151,6	284,6	68,3	-
En Estados Unidos (US\$ millone)		16,6	0,3	2,9	17,9	2,8	2,7	-
Participación en Estados Unidos (%)		83,5	0,4	3,1	11,8	1,0	3,9	17,3

* Créditos intra-firma y otros flujos entre casas matrices multinacionales y oficinas locales.

Fuente: Cepal (1997), Banco de la República y cálculos de la autora.

consciente de que limitar las importaciones de café desde Colombia disminuiría la capacidad de los colombianos de comprar bienes de Estados Unidos (y pagar las obligaciones financieras con este país), sino que las ventas de café dentro del mercado estadounidense estaban siendo controladas, en gran parte, por nacionales norteamericanos. Esta fue una de las razones por las cuales se creó la Federación Nacional de Cafeteros en 1928: para romper el monopolio americano en la comercialización del producto. Aunque este objetivo se logró, la nueva Federación pronto se dio cuenta de que no podía operar eficientemente sino bajo asocio con otras compañías americanas (Randall, 1977). Desde entonces se han desarrollado lazos más estrechos entre la industria colombiana del café y las gigantes compañías de alimentos de Estados Unidos, a pesar del hecho de que la mayoría, si no todo, el café exportado a Estados Unidos es vendido directamente por el sector privado desde los años 60.

Durante las negociaciones del acuerdo comercial de los años 30, la Cámara Colombo-Americana de Comercio de Nueva York y la Federación Nacional de Cafeteros fueron las asociaciones que apoyaron más activamente el acuerdo. Estas dos organizaciones continuaron jugando un papel clave en el fortalecimiento de las relaciones comerciales entre los dos países durante muchos años.

De igual forma, los intereses en las industrias colombianas de exportación de petróleo, minería y banano (los productos de exportación más importantes después del café, hasta los años 70) eran en gran parte intereses norteamericanos, ya que la IED proveniente de Estados Unidos se concentraba en esos sectores. Como resultado del proceso de diversificación de las exportaciones que comenzó en los años 70, la gama de los intereses económicos a favor de unas buenas relaciones entre Colombia y Estados Unidos se ha ampliado considerablemente.

Adicionalmente, la inversión directa norteamericana se ha distribuido en una gran cantidad de sectores, tales como el sector financiero, la industria de fabricación de alimentos y el sector de la construcción, entre otros. Con excepción de las compañías multinacionales, en la actualidad tal vez el sector económico más cercano a Estados Unidos es la industria de las flores. A pesar de que aun hoy día este sector es de propiedad de colombianos, esta industria nació gracias a la iniciativa de un grupo de americanos que fundaron una exitosa compañía a finales de los 60, la cual tuvo un tremendo impacto y un efecto demostración eficaz, difundiendo conocimientos tecnológicos a otras firmas colombianas (Méndez, 1991).

Otro vínculo importante entre los dos países ha sido la relación entre la Junta del Banco de la Reserva Federal y el Banco de la República, y la buena reputación de la que gozan muchos macroeconomistas colombianos en Estados Unidos, la mayoría de los cuales estudiaron en universidades americanas. Durante la crisis de la deuda de los 80, por ejemplo (administración Betancur, 1982-1986), el gobierno americano ejerció una gran influencia para evitar un acuerdo "stand-by" con el Fondo Monetario Internacional²².

Cuando se examinan los elementos que han forjado la relación económica bilateral y las negociaciones comerciales, no podemos ignorar ni restarle importancia al papel desempeñado por la cultura y la ideología. Muchos funcionarios del gobierno americano creen que los colombianos (tanto los funcionarios del gobierno como los líderes empresa-

²² La Reserva Federal, bajo la dirección de Paul Volker (en ese momento Presidente de la Junta), ayudó a ejercer presión sobre el FMI para llegar a un tipo diferente de acuerdo con Colombia, a través del cual el FMI haría seguimiento a los indicadores colombianos sobre una base trimestral.

riales) son menos internacionales y tienen una mentalidad más cerrada que otros en el hemisferio, a pesar de ser muy bien educados. Las personas encargadas de las negociaciones comerciales de Estados Unidos frecuentemente se quejan de que sus contrapartes colombianas hablan en otro idioma cuando se trata de discutir los beneficios mutuos del libre comercio y la desregulación. A diferencia de los macroeconomistas colombianos, arguyen, estos negociadores se han educado principalmente en Europa y no en Estados Unidos, y tienen una visión anticuada de lo que explica el desarrollo económico, muy influenciada por la ideología que predominaba durante los días del proteccionismo. Generalmente actúan de una forma pasiva-agresiva, no son directos, no discuten abiertamente en la mesa de negociaciones sus puntos de vista cuando se presentan desacuerdos, y tienden a no tener confianza en su contraparte. Por otro lado, los colombianos se quejan de que los negociadores americanos son demasiado duros y arrogantes, de que son ignorantes y no se interesan en entender las complejidades de la realidad colombiana, de que se limitan a hacer o decir lo que se les ordenó hacer y decir, y de que muchas veces lo que dicen no corresponde a lo que realmente están haciendo (por ejemplo, imponer cuotas azucareras va en contra del principio del libre comercio).

Paradójicamente, un resultado de la actual crisis de las relaciones entre los gobiernos de Estados Unidos y Colombia, una de las peores de este siglo, es que ha fortalecido las relaciones entre el sector privado colombiano y el gobierno norteamericano, y entre los sectores privados de ambos países, de una forma nunca antes vista. El temor de sanciones económicas y la necesidad de defender la imagen internacional de los negocios colombianos legítimos unieron a un gran número de líderes del sector privado colombiano de todos los sectores en un esfuerzo sin precedentes para crear vínculos con Estados Unidos,

en forma independiente del gobierno colombiano. Este fenómeno ha tenido efectos dramáticos sobre la estructura y la mentalidad de las asociaciones colombianas del sector privado colombiano. Nunca antes tantas delegaciones comerciales colombianas habían visitado el gobierno americano y el Congreso como en los últimos dos años, ni el sector privado había sido tan activo en unir fuerzas para combatir la corrupción y hacer lobbying abiertamente en busca de severas medidas antidroga en el Congreso colombiano²³.

También, probablemente desde los días de los conflictos laborales de la United Fruit, nunca había estado el país tan polarizado en torno al papel de Estados Unidos en los asuntos colombianos; las clases de menores ingresos y algunos poderosos líderes políticos regionales mostrándose más antiamericanos que el resto.

Como resultado de este proceso, las antiguas asociaciones que buscaban apoyo para proteger las relaciones entre Estados Unidos y Colombia se fortalecieron (tales como la Cámara de Comercio Colombo-Americana, fundada en 1931 y ahora con más de 900 corporaciones afiliadas, y la Asociación de Negocios de Estados Unidos en Colombia). Otras fueron revividas (el Consejo Empresarial Colombia-Estados Unidos, CECEU, el cual había desaparecido durante la administración Gaviria, después de su creación en 1990), y se crearon otras (la Sociedad Comercial Colombia-Estados Unidos, una asociación de corporaciones americanas con intereses en Colombia).

Estos cambios han traído consigo una mayor conscientización de la opinión pública colombiana acer-

²³ Entre los sectores más dinámicos que promovieron esta campaña están la Asociación Colombiana de Floricultores y la Asociación Bancaria.

ca de la importancia del mercado estadounidense para sectores claves dentro de la economía y de la necesidad de mantener buenas relaciones con Estados Unidos para preservar la estabilidad política y económica; y, entre los líderes empresariales, una mayor conciencia acerca de sus responsabilidades internacionales. En el pasado, la estabilidad en la relación bilateral era algo que se daba por hecho, aun más teniendo en cuenta que Colombia jugó el papel del "buen muchacho" durante la crisis de la deuda.

VII. CONCLUSIONES

Las principales conclusiones de este trabajo pueden resumirse como sigue:

La "dependencia" colombiana en relación con Estados Unidos, medida únicamente a través de la diversificación geográfica de la inversión extranjera y del comercio (legítimo), se ha visto reducida en las últimas cuatro décadas. A mediados de la década de los 50, la participación americana en el total de las exportaciones colombianas era de más de 80%. Esta participación cayó sistemáticamente durante los años setenta, hasta alcanzar 30% a comienzos de los 80. De igual forma, aunque no tan aguda como la anterior, se ha presentado una disminución en la participación de las importaciones de Estados Unidos en el total de las importaciones colombianas: de más del 50% en los años 50 hasta cerca del 40% en 1996. No obstante, Estados Unidos continúa siendo nuestro principal mercado de bienes de exportación, y la principal fuente de importaciones provenientes del mundo.

De una forma más dramática, Colombia ha perdido importancia dentro del comercio total de Estados Unidos. Por un lado, 4.5% del total de las importaciones de Estados Unidos se originaron en Colombia durante los años 50; este porcentaje es cercano a

0.8% hoy en día. Por otro lado, Colombia solía absorber 2% de las exportaciones americanas al mundo; en la actualidad escasamente compra 0,5% del valor de las ventas externas de Estados Unidos. No obstante, Colombia continúa siendo un mercado más importante para productos norteamericanos que Chile o Argentina. Durante los últimos cuarenta años, Colombia ha alternado con Venezuela el segundo o el tercer puesto en Suramérica, después de Brasil, como destino final de las exportaciones americanas.

Esto ocurrió mientras se presentaba un profundo cambio en la composición comercial. En los años 50, el café representaba el 85% de las exportaciones colombianas hacia Estados Unidos, mientras que el resto de las ventas podían incluirse en una corta lista compuesta de petróleo, banano, esmeraldas, oro y azúcar. Hoy en día, el café representa menos de 12% de tales exportaciones, el petróleo tiene una participación de alrededor de 50%, los textiles y ropa de vestir 15%, y las flores 8%.

La balanza comercial de Colombia con Estados Unidos ha mostrado una estabilidad mucho mayor que su balanza general con el resto del mundo. En gran parte, esto puede explicarse mediante otro resultado de este estudio:

Existe una fuerte correlación entre el crecimiento del PIB de ambos países, y tanto las importaciones como las exportaciones bilaterales son muy sensibles a los cambios en el ingreso del país consumidor (los estudios econométricos muestran que la elasticidad del ingreso de las exportaciones colombianas a Estados Unidos es mucho mayor que la elasticidad general del ingreso de las exportaciones). Cuando la economía americana crece, igual ocurre con las exportaciones y el crecimiento del PIB colombiano, aumentando la demanda de importación de productos norteamericanos.

Utilizando diferentes definiciones para la tasa de cambio real, pudimos encontrar que Colombia hoy día es relativamente más competitiva para Estados Unidos que lo que fue en los años sesenta, a pesar de la reciente apreciación real del peso. Esta tendencia no resulta tan clara cuando se utilizan salarios (en lugar de precios) para calcular el índice de precios relativos.

A pesar de todo, los resultados econométricos muestran que las exportaciones colombianas a Estados Unidos (especialmente sin café y sin petróleo) son estadísticamente insensibles a cambios en la tasa de cambio real.

La liberalización unilateral de las importaciones en Colombia a comienzos de los años 90 tuvo un efecto muy significativo sobre las importaciones de Estados Unidos, como lo demuestran los ejercicios econométricos. Durante 1990-1995, dichas importaciones crecieron a una tasa real anual del 15%, una cifra sin precedentes.

La reforma económica ha constituido una solicitud constante de Estados Unidos en las negociaciones bilaterales durante las últimas tres décadas. A medida que en Colombia se ha dado una liberalización comercial, cambiaria y financiera sustancial desde fines de los años 80, la presión de Estados Unidos se ha enfocado hacia la protección de derechos de propiedad intelectual, una mayor liberalización del régimen de inversión extranjera y, por supuesto, hacia los temas de narcóticos.

Colombia, por otro lado, ha luchado durante años para eliminar las barreras arancelarias y no-arancelarias para sus productos en el mercado norteamericano, con escasos resultados. Por un lado, los principales productos colombianos de exportación no están amparados por las preferencias otorgadas bajo el ATPA (azúcar, petróleo, textiles y vestuario, calzado, atún enlatado, ron). Tal vez debido a esas

exenciones, el ATPA aparentemente ha tenido un limitado efecto positivo sobre el crecimiento de las exportaciones hacia Estados Unidos, con la posible excepción de las flores. El azúcar y los sectores de textiles y de vestuario, en particular, son los más afectados por los efectos de la desviación comercial generada por los acuerdos de libre comercio firmados (o a punto de ser firmados) por Estados Unidos, tales como NAFTA y la llamada "Iniciativa del Caribe". Por otro lado, varios estudios indican que alrededor del 20% de los productos colombianos de exportación (55% de los productos no tradicionales de exportación) están sometidos a algún tipo de barrera no-arancelaria. Las barreras no-arancelarias son más agudas para el azúcar, los textiles y el vestuario, las frutas, la carne y las flores. En relación con el azúcar, Colombia sostiene que dentro de un entorno de libre comercio podría exportar a Estados Unidos más de cuatro veces la cuota actual, ya que es uno de los productores más eficientes de azúcar en el mundo, según varios estudios a nivel mundial. Desde este punto de vista, la disminución de las distorsiones comerciales y de los efectos de la desviación de comercio en un área de libre comercio en las Américas, y dentro de un entorno global más abierto, beneficiaría a Colombia.

En años recientes, la "narcotización" de la agenda comercial ha sido posiblemente el tema más importante y controvertido dentro de relaciones económicas bilaterales. Las preferencias comerciales, según aparecen en el ATPA, se diseñaron originalmente para ser un instrumento de ayuda para los países productores de droga en su lucha contra narcotráfico, suministrando incentivos para la sustitución de cultivos. Desde que el presidente Samper se posesionó en 1994, estas preferencias dejaron de ser la "zanahoria" para convertirse en la "punta de lanza" de las políticas americanas antidroga hacia Colombia (este cambio en la política exterior de Estados Unidos también ha afectado a otros países). Desde

1995, y hasta 1997 el gobierno de Estados Unidos no certificó ante su Congreso que Colombia ha estado cooperando de manera enteramente satisfactoria en la lucha contra el narcotráfico. En 1996 y 1997, después de una "descertificación" total, Colombia se vio sometida a sanciones económicas tales como la suspensión de la ayuda financiera de Estados Unidos, y ha estado permanentemente bajo la amenaza de la eliminación de las preferencias comerciales del ATPA y de otras sanciones comerciales. La incertidumbre acerca de las reglas del juego en relación con el acceso al mercado obviamente ha desestimulado la inversión en los sectores exportadores orientados hacia Estados Unidos en Colombia, y ha aumentado los costos para sectores tales como el floricultor. Tanto en el campo bilateral como en futuras negociaciones multilaterales y en el ALCA, es muy probable que Colombia continúe tratando de separar los temas políticos de los comerciales en una forma verdaderamente consistente con la promoción del libre comercio, y procurando fortalecer alianzas estratégicas con aquellos países que simpatizan con esta visión.

A juzgar por las cifras que se presentan en este trabajo, a pesar de la inestabilidad política y de la inseguridad reinante, Colombia continúa siendo

un lugar atractivo para la inversión de capital norteamericano. La inversión extranjera directa de Estados Unidos en el país ha continuado creciendo durante la última década, a pesar de que su participación en la IED total ha disminuido. Por lo menos hasta 1996, la inversión de portafolio de Estados Unidos creció más rápidamente que la IED, buscando tasas de interés más altas.

En términos generales, durante este siglo los colombianos se han mostrado pro-norteamericanos en el sentido de apoyar el fortalecimiento de los vínculos económicos con Estados Unidos. Los grupos interesados en proteger esa relación se han concentrado tradicionalmente en los sectores exportadores. En años recientes, un grupo relativamente amplio de empresarios, intelectuales y profesionales economistas (quienes han jugado un papel cada vez más importante en la formulación de políticas) también se han mostrado a favor de unas sólidas relaciones entre Colombia y Estados Unidos. A pesar de la creciente oposición local en torno a la presión de Estados Unidos y a las políticas de línea dura contra Colombia, paradójicamente la crisis actual parece haber creado nuevos vínculos entre el sector privado colombiano y los sectores ejecutivo, legislativo y privado de Estados Unidos.

BIBLIOGRAFIA

- Ahearn Raymond J. (1995), *Andean Pact-US Trade Relations: Evolution and Prospects*. Mimeo, Congressional Research Service for Congress, Library of Congress-Foreign Affairs and National Defense Division, Washington D.C., November.
- Bailey, Norman (1997), *Energy: Blundering into Correct Policy*, Journal of Commerce, May 8.
- Cabal, Juan Pablo (1994), "La industria colombiana del azúcar", en Ochoa Díaz, Héctor ed. *Estudio para la negociación de la zona de libre comercio entre Colombia y Estados Unidos*, Instituto Colombiano de Estudios Superiores de Incolda, ICESI, Cali : 81-90.
- Chen, Lein-Lein (1994), "Los efectos comerciales y de bienestar del libre comercio entre los Estados Unidos y Colombia, en textiles y confecciones" en Ochoa Díaz, Héctor ed. *Estudio para la negociación de la zona de libre comercio entre Colombia y Estados Unidos*, Instituto Colombiano de Estudios Superiores de Incolda, ICESI, Cali : 187-206.
- CLADEI (1996), *El Tratado Bilateral de Protección a la Inversión: Perspectiva Colombiana y Norteamericana*, Cladei-Asobancaria, agosto, Santa Fé de Bogotá.
- Colombian Government Trade Bureau (1996), *La Descertificación: contexto jurídico y sus efectos*. Mimeo, Washington D.C.
- ECLAC (1997), *La Inversión Extranjera en América Latina y el Caribe*, junio.
- Diario La República- Monitor (1997), *Inversión Extranjera*, Informe Especial, agosto 12-18, Santa Fé de Bogotá: 6-15.
- Franco, Andrés (1997), "ALCA y la Comunidad Andina, en busca de una identidad política", Mimeo, Universidad Javeriana, Bogotá.
- Frechette Myles (1996), "El Tratado de Inversión Bilateral Estados Unidos-Colombia: Perspectiva Norteamericana", in CLADEI .1996. *El Tratado Bilateral de Protección a la Inversión: Perspectiva Colombiana y Norteamericana*, Cladei-Asobancaria, agosto, Santa Fé de Bogotá: pp. 25-34.
- Garay, Luis Jorge (1981). *El Pacto Andino: Creación de un mercado para Colombia?* Fedesarrollo, Bogotá.
- Grosse, Robert (1994), "El impacto que se espera de libre comercio en los servicios financieros entre Colombia y Estados Unidos", en Ochoa Díaz, Héctor ed. *Estudio para la negociación de la zona de libre comercio entre Colombia y Estados Unidos*, Instituto Colombiano de Estudios Superiores de Incolda, ICESI, Cali : 275-292.
- Hufbauer, G. y B. Kotschwar (1997), "Colombia-US Investment Relations", Mimeo, Report to the *Comisión de Análisis y Recomendaciones sobre las Relaciones entre Colombia y Estados Unidos*, Universidad Nacional de Colombia-Instituto de Estudios Políticos y Relaciones Internacionales, mayo.
- Junguito R. y Pizano D. (1993), *El Comercio Exterior y la Política Internacional del Café*. Fedesarrollo-Fondo Cultural Cafetero, Bogotá.
- Junguito Roberto (1986), *Memoria de Hacienda*. Ministerio de Hacienda, Bogotá.
- La República (1997), *Colombia perdió el liderazgo de la Economía: entrevista con Myles Frechette*. Agosto 27, 1997, p.3A.
- Mc Greevy, W. Paul (1964), *Statistical Series on the Colombian Economy*. University of Berkeley, Geography Department.
- Mendez José A. (1991), *The Development of the Colombian Flower Industry*. The World Bank , Policy, Research and External Affairs Working papers, WPS 660, May.
- Ocampo, José Antonio (1994), "El Entorno Económico: Reforma del Estado y Apertura Económica", en Ochoa Díaz, Héctor ed. *Estudio para la negociación de la zona de libre comercio entre Colombia y Estados Unidos*, Instituto Colombiano de Estudios Superiores de Incolda, ICESI, Cali :11-51
- Ochoa Díaz, Héctor (1994) ed. *Estudio para la negociación de la zona de libre comercio entre Colombia y Estados Unidos*, Instituto Colombiano de Estudios Superiores de Incolda, ICESI, Cali.
- Palacios Marco (1979), *El Café en Colombia, 1850-1970: Una Historia Económica, Social y Política*. Fedesarrollo-Editorial Presencia, Bogotá.
- Perry, Santiago (1994), "Exportaciones de flores, frutas y hortalizas colombianas a los Estados Unidos, en el marco de un convenio de libre comercio", en Ochoa Díaz, Héctor ed. *Estudio para la negociación de la zona de libre comercio entre Colombia y Estados Unidos*, Instituto Colombiano de Estudios Superiores de Incolda, ICESI, Cali:119-133.
- Rajapatirana Sarath (1996), *Colombia and the Andean Group: Choices and Challenges*. Mimeo, The World Bank, Operations policy Department, December.

- Ramírez Juan Carlos (1996), "El Tratado de Inversión Bilateral Estados Unidos-Colombia: Perspectiva Colombiana", in Cladei.1996. *El Tratado Bilateral de Protección a la Inversión: Perspectiva Colombiana y Norteamericana*, Cladei-Asobancaria, agosto, Santafé de Bogotá: pp. 35-51.
- Randall Stephen J. (1977), *The Diplomacy of Modernization: Relations Between the United States and Colombia, 1920-1940*. University of Toronto Press.
- Steiner, Roberto (1997), *Los Dólares del Narcotráfico*, Cuadernos de Fedesarrollo, No.2, Santafé de Bogotá.
- Suárez, Nydia R. (1995), *Colombia: Growth in Sugar Production and Exports*. USDA Economic Research Service, Sugar and Sweetener S&O/SSSV20N4, diciembre.
- Tanner, Evan (1994). "El impacto de un área de libre comercio entre Estados Unidos y Colombia: el caso del azúcar", in Ochoa Díaz, Héctor ed. *Estudio para la negociación de la zona de libre comercio entre Colombia y Estados Unidos*, Instituto Colombiano de Estudios Superiores de Incolda, ICESI, Cali : 91-117. 304.
- USITC (1994, 1995, 1996), *Annual Report on the Impact of the Andean Trade Preference Act on US Industries and Consumers and on Drug Crop Eradication and Crop Substitution*, Washington D.C.

El costo del capital en las empresas colombianas¹

Santiago Herrera A.²

Humberto Mora A.³

I. INTRODUCCION

El costo del capital de una empresa es el rendimiento mínimo requerido sobre un proyecto de inversión de tal forma que el valor de la misma aumente si se ejecuta el proyecto. El financiamiento de la inversión se realiza con recursos escasos provenientes de distintas fuentes, siendo las dos principales la deuda y el capital. Las características de estos instrumentos reflejan preferencias de determinados agentes por distintos tipos de riesgo: los accionistas comprometen su capital y entran de último en la lista de acreedores de la empresa en caso de una eventual quiebra, mientras que los poseedores de títulos de deuda de la empresa tienen una baja probabilidad de

perder el capital invertido. Así, el costo de capital de una empresa viene dado por el costo de oportunidad de los financiadores de la entidad que tienen la opción de financiar empresas o proyectos alternativos de riesgo equivalente. En consecuencia, una empresa no puede tomar la decisión de invertir sin tener un buen estimativo de su costo de capital, ya que solo si el rendimiento esperado del proyecto supera este nivel aumentará el valor esperado de la compañía.

De otra parte, hay que tener en mente que los proyectos tienen riesgos distintos por lo que el rendimiento de cada uno debe ser ajustado por el nivel o categoría de riesgo, para poder escoger entre proyectos alternativos. Por esta razón, para una empresa que tiene distintas divisiones o líneas de negocio es crucial conocer los distintos costos de oportunidad para ver cómo asigna los recursos al interior de la corporación.

¹ Esta es una versión reducida de un trabajo elaborado para la Superintendencia Nacional de Valores. Los autores agradecen la eficiente y cuidadosa labor que realizaron Nancy Lozano y María Pía Malabet en la recolección y procesamiento de la información básica utilizada en el trabajo. Así mismo, agradecen los comentarios de Constanza Blanco y Fabio Chacón, de la Superintendencia Nacional de Valores, a versiones preliminares de este trabajo, a la vez que los comentarios recibidos de los participantes en los seminarios de Fedesarrollo y del Banco de la República

² Investigador del Banco Mundial.

³ Investigador Asociado de Fedesarrollo.

Por todo lo anterior, resulta evidente la importancia de conocer el costo de capital de las empresas o de sus distintas líneas de negocio. El objetivo de este trabajo es realizar estimativos del costo del capital de las empresas en Colombia. Igualmente se busca hacer una presentación detallada de algunas metodologías, de tal manera que los procedimientos se puedan replicar para alguna empresa o proyecto específicos.

Para esta tarea emplearemos diversas metodologías. En primer término se estimarán los coeficientes de riesgo (betas) y las primas de riesgo por sectores económicos, con base en los modelos del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) y el APT (*Arbitrage Pricing Theory*), replicando los procedimientos empleados en un trabajo anterior para el caso de una empresa petrolera (Mora, 1996). En segunda instancia, se utilizará la metodología de similares, o "pure play", apropiada cuando no existe un mercado efectivo para los activos que se desean valorar o cuyo rendimiento se desea conocer. En tercer lugar se medirá el costo del capital siguiendo la metodología de Hsia(1991), basada en valorar el capital de una empresa apalancada en forma análoga a una opción de compra sobre los activos de la empresa. En el trabajo original también se examinó, en dos capítulos adicionales, el impacto de la estructura tributaria colombiana sobre el costo del capital sectorial y se presentaron estimaciones sobre los determinantes de la estructura de capital de las empresas colombianas. Infortunadamente, por motivos de restricción de espacio esos resultados no pudieron incluirse en esta publicación.

En este orden de ideas, el documento se divide en dos capítulos. El primero describe las metodologías empleadas para estimar el costo del capital. El segundo presenta la aplicación y los resultados. Final-

mente se resumen las conclusiones e implicaciones para la política económica.

II. METODOLOGIAS DE ESTIMACION DEL COSTO DEL CAPITAL

Este capítulo presenta tres metodologías alternativas para el cálculo del costo del capital en las empresas colombianas: la estimación de los coeficientes de riesgo y de las primas de riesgo en los modelos CAPM y APT, para obtener el costo del capital accionario; la del método de similares (*Pure play*); y la de valorar la empresa como una opción de compra (*Option pricing mechanism*).

Las dos últimas metodologías ayudan a obviar las limitaciones derivadas de la ausencia de mercados para los activos que se pretenden valorar, así como de su funcionamiento imperfecto. Estos dos enfoques tienen la virtud de no requerir volúmenes grandes de información histórica o de proyecciones de ciertos agregados, a diferencia del primero. De los dos, el método de similares es el más comúnmente utilizado y el más sencillo desde el punto de vista de manipulación técnica.

Comenzamos por la exposición de los modelos CAPM y APT y después procederemos a presentar las otras dos metodologías.

A. El costo del capital accionario en los modelos CAPM y APT

En esta sección se presentarán dos modelos alternativos para obtener el costo del capital accionario de una muestra de sectores económicos de la economía colombiana, a saber: el CAPM y el APT. Estos modelos serán estimados econométricamente para el mercado de capitales colombiano y los resultados se mostrarán en el siguiente capítulo.

1. Modelo CAPM

Este modelo postula que en condiciones de mercados de capitales perfectamente competitivos, el rendimiento esperado de un activo es una función creciente del nivel de riesgo del mismo, pues un inversionista solo aceptará incluir activos riesgosos en su portafolio si el mercado le compensa por el riesgo adicional en que incurra:

$$E[R_i] = R_f + \beta_i [E(R_M) - R_f] \quad (1)$$

donde $E[R_i]$ es el retorno esperado del activo i -ésimo o, lo que es lo mismo, el costo del capital accionario para la firma i -ésima; R_f es el retorno del activo libre de riesgo en la economía; $E[R_M]$ es el retorno esperado del portafolio del mercado; y el coeficiente beta mide el riesgo no diversificable del activo. Según este enfoque, solamente el riesgo no diversificable, es decir el riesgo sistemático que afecta a toda la economía, se debe remunerar. El riesgo proveniente de otras fuentes específicas a la compañía o al activo, se puede diversificar mediante la composición del portafolio. Según la ecuación anterior, dado un valor del retorno del activo libre de riesgo y de la prima de riesgo que reconoce el mercado a los activos riesgosos (la cual corresponde a $[E(R_M) - R_f]$), el rendimiento esperado del activo deberá ser mayor, cuanto mayor sea su nivel de riesgo.

Para la verificación empírica de este modelo se requiere, en primer lugar, obtener estimativos del coeficiente beta para cada uno de los activos del mercado, a partir de la siguiente ecuación⁴:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \beta_i [R_{M,t} - R_{f,t}] + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

donde el subíndice t denota el tiempo y $\varepsilon_{i,t}$ es una variable aleatoria independiente e idénticamente distribuida a lo largo del tiempo, con media cero y varianza $\sigma_{\varepsilon_i}^2$ para todo activo i -ésimo.

En segundo lugar, el modelo postula que el valor esperado del retorno del activo i -ésimo, condicional a su nivel de riesgo, es igual a:

$$E[R_{i,t}] = R_{f,t} + \gamma_t (\beta_i) \quad (3)$$

donde γ es la prima de riesgo en el período t -ésimo. Por lo tanto, para poder obtener estimativos de la prima de riesgo, es preciso estimar económicamente la siguiente ecuación:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \gamma_t (\beta_i) + v_{i,t} \quad (4)$$

donde v es una variable aleatoria independiente e idénticamente distribuida a lo largo del tiempo, con media cero y varianza $\sigma_{v_i}^2$.

Una vez estimados los valores de los parámetros en (2) y en (4), el valor esperado del costo del capital accionario para la empresa o activo i -ésimo en este modelo está dado por:

$$E[R_{i,t}] = R_{f,t} + \hat{\gamma}_t (\hat{\beta}_i) \quad (5)$$

Las principales deficiencias de este modelo, las cuales han sido identificadas a partir de estimaciones empíricas para mercados de capitales desarrollados son: la tendencia a sobrestimar la tasa libre de riesgo; la sobrestimación de la tasa de retorno de los activos con coeficiente beta mayor que uno; la subestimación del retorno de los activos con coeficiente beta menor que uno; y la debilidad de la correlación entre la tasa de retorno del activo y el coeficiente de riesgo, cuando se incluyen en la regresión variables adicionales a la tasa de retorno del mercado. Estas deficiencias se traducen en un poder expli-

⁴ Esta ecuación, incluyendo una constante, corresponde a la estimada por Fama-French(1997).

cativo del modelo comparativamente menor al de otros modelos, tales como el APT (véase Fama(1991)).

2. Modelo APT

En este modelo se consideran fuentes de riesgo sistemático, no diversificables, adicionales a las del rendimiento del mercado como un todo. No obstante, esas fuentes adicionales de riesgo sistemático no son identificables nítidamente a partir de la teoría económica o financiera. Existen, por lo tanto, diferentes versiones de la especificación del modelo, dependiendo, en últimas, de cuál de ellas arroja los mejores resultados empíricos, en términos de su capacidad para reproducir el comportamiento de las tasas de retorno de los activos.

Al respecto, en el caso de mercados donde una parte de los agentes está sujeto a restricciones de liquidez, en Mora(1996) se desarrolla una especificación fundamentada en la teoría económica del consumo. No obstante, la estimación de ese modelo requiere de la utilización de información macroeconómica que no se encuentra disponible con la periodicidad que se requiere para los propósitos de este trabajo.

La especificación que aquí se adoptará del modelo APT es la formulada por Fama y French (1993;1997) y tiene un fundamento puramente empírico, pues como lo explican estos autores, su virtud radica en capturar algunos fenómenos empíricos que causan problemas en el modelo CAPM; y no en el fundamento conceptual del mismo. Según esta formulación, el retorno del activo *i*-ésimo se comporta según la siguiente ecuación:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \beta_i [R_{M,t} - R_{f,t}] + P_i (PMG_t) + A_i (AMB_t) + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

donde, en comparación con la ecuación (2) (modelo CAPM), se han incluido dos fuentes adicionales de riesgo no diversificable, a saber: a) la diferencia en-

tre la tasa de retorno de los activos que tienen una participación pequeña en el mercado y la tasa de retorno de los activos que tienen una participación grande⁵. En cada momento del tiempo, *t*, esta diferencia se denota por la variable PMG_t . b) la diferencia entre la tasa de retorno de las acciones emitidas por empresas para las cuales la relación entre el valor del patrimonio en el balance y el valor de mercado de las acciones emitidas es alta; y la tasa de retorno de las acciones para las cuales esta relación es baja⁶.

En mercados desarrollados la relación entre esas dos variables adicionales y la tasa de retorno de un activo es positiva; y captura algunas de las regularidades identificadas en el mercado que no son explicadas por el modelo CAPM.

Al igual que en el caso del modelo CAPM, una vez obtenidos los coeficientes de riesgo a partir de la ecuación (6), se procederá a estimar las primas de riesgo, o el precio de mercado de cada fuente de riesgo. Con este propósito se estimará la siguiente ecuación:

$$R_{i,t} - R_{f,t} = \gamma_{1,t} (\beta_i) + \gamma_{2,t} (P_i) + \gamma_{3,t} (A_i) + v_{i,t} \quad (7)$$

donde *v* es una variable aleatoria independiente e idénticamente distribuida a lo largo del tiempo, con media cero y varianza σ_{vi}^2 .

En este modelo, el valor esperado del costo del capital accionario para la empresa o activo *i*-ésimo está dado por:

⁵ En la sección de resultados, más adelante, se define qué se entiende por participación pequeña y por grande.

⁶ En la sección de resultados, más adelante, se define qué se entiende por una relación alta y por una relación baja.

$$E[R_{i,t}] = R_{f,t} + \hat{\gamma}_{1,t}(\hat{\beta}_i) + \hat{\gamma}_{2,t}(\hat{P}_i) + \hat{\gamma}_{3,t}(\hat{A}_i) \quad (8)$$

B. Método de similares

Este enfoque se utiliza cuando no se transa en el mercado el activo que se pretende valorar o cuyo riesgo y rendimiento esperado de equilibrio se quiere conocer. Sin embargo, existen activos o compañías en líneas de negocio similares que se negocian efectivamente en el mercado. La idea es que, observando el rendimiento requerido de equilibrio de esos activos, se puede aproximar el retorno requerido (costo del capital accionario) del activo cuyo riesgo queremos evaluar.

Este método supone que el beta de un activo transado en el mercado es un estadístico suficiente para calcular su rendimiento requerido de equilibrio. El beta se deriva de un modelo tradicional de CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), el cual ya se presentó en la sección anterior.

Así, se puede obtener el beta de los activos transados en el mercado y puesto que son similares al activo no transado, se supone que éste tiene la misma sensibilidad que aquellos ante las fuentes de riesgo no diversificable. Varios puntos deben contemplarse para una mejor interpretación de los resultados:

- La actividad económica de las empresas o sectores de los cuales se toman los betas deben corresponder al objeto social de los sectores a los cuales se aplican. En algunas ocasiones las empresas se dedican a actividades diferentes a su objeto social, razón por la cual puede violarse este principio básico.
- Selección de la muestra. Habrá alguna variabilidad en los resultados por lo que se debe trabajar con intervalos de confianza. Además, si la mediana y la media de las tasas de retorno difieren, se

recomienda trabajar con la primera (Fuller y Kerr, 1981) para obviar la influencia de datos atípicos.

- Los betas pueden cambiar a través del tiempo, como se mostró en la sección anterior para el caso de una muestra de empresas del mercado de capitales colombiano. La naturaleza estadística del proceso que genera la serie ha dado lugar a un amplio debate en la literatura de finanzas aplicadas (Gombola y Kahl, 1990). Si se trata de un proceso estacionario, es decir la serie oscila alrededor de una media constante, es importante utilizar este valor para proyecciones de largo plazo. En cambio si se encuentra que el proceso generador de betas es no estacionario, la mejor proyección será el valor más recientemente observado. Un estudio reciente elaborado por dos de los pioneros en la teoría moderna de las finanzas (Fama y French, 1997) encontró cambios significativos en los betas según se utilizara información de varias décadas o sólo de los últimos cinco años. Los cambios no eran uniformes ya que en unos sectores el coeficiente beta bajaba y en otros subía. Por ejemplo, en la industria petrolera éste bajó de 0,85 a 0,63; en minería pasó de 0,98 a 0,66. En otras industrias como la cervecera aumentó, así como en la de vestuario e intermediación financiera.
- El coeficiente obtenido proviene de una industria con una estructura de capital determinada. Se ha encontrado que las empresas más endeudadas tienen mayores betas, lo que implica que si la compañía (o el activo o el sector o el proyecto) en cuestión tiene una composición de deuda a patrimonio muy diferente de la del promedio de la industria, el beta debe ajustarse para incorporar esta diferencia en las estructuras de capital⁷.

Las implicaciones del modelo teórico utilizado sobre el costo del capital son las siguientes: Un mayor

beta se traduce en un mayor costo del capital para la empresa, pues implica un mayor nivel de riesgo y, por lo tanto, una mayor tasa de retorno esperada por el inversionista. De otra parte, un mayor apalancamiento tiene dos efectos contrapuestos sobre el costo del capital. En primer lugar, en la medida que haya beneficios tributarios derivados del mayor endeudamiento, el costo del capital se reduce. En segundo lugar, el mayor apalancamiento tiene un efecto positivo sobre el costo del capital, ya que diversos estudios han encontrado que el coeficiente beta de una empresa está positivamente relacionado con su nivel de apalancamiento (Hill y Stone, 1980; Mandelker y Rhee, 1984). En el último capítulo se presentan formas de cuantificación de estos efectos contrapuestos.

C. Método de calcular el costo del capital con la fórmula de precios de una opción

En su trabajo clásico de precios de opciones, Black y Scholes (1973) sugirieron la idea de que poseer la acción de una empresa apalancada era equivalente a tener una opción de compra de los activos de la empresa. Dicha intuición se deriva del hecho de que, en el momento de vencimiento de la deuda, el dueño de la empresa tiene la opción de no pagarla, en cuyo caso se liquida la compañía y el acreedor se queda con ella. Por el contrario, si paga el valor nominal de la deuda, el accionista se queda con su

empresa, como si estuviera comprando los activos de la misma.

De esta manera, si en el momento de vencimiento de la obligación financiera el valor de la empresa (V) es mayor que la deuda (B), resulta razonable, económicamente, que se pague la deuda. Es decir, el accionista hará uso de la opción de compra. Por el contrario, si $V < B$, el accionista encontrará más rentable ceder su derecho a usar la opción de compra. Es clara la analogía con una opción de compra (call option), con período de vencimiento (T) igual al plazo de vencimiento de la deuda, y con precio de ejercicio (strike price) igual al valor nominal de la deuda.

Posteriormente, Hsia (1981, 1991) y Copeland y Weston (1988, Cap.13) continuaron desarrollando esta idea para integrarla más al área de las finanzas corporativas y para darle mayores posibilidades de uso práctico. Lo que sigue es un resumen de estos trabajos que finalmente nos llevará a las expresiones que nos permitirán estimar el costo del capital.

Empezamos por recordar que el precio de una opción de compra (call) es función, entre otras cosas, del precio del activo sobre el cual se ha emitido la opción. En el caso familiar de una opción de compra de una acción, resulta que la dinámica de su precio está determinada por la evolución del precio de la acción.

Es común suponer que el precio de los activos, en este caso el precio de una acción (P), presenta un comportamiento descrito por un movimiento Browniano geométrico de la siguiente naturaleza:

$$\frac{dP}{P} = \mu dt + \sigma dz \quad (9)$$

donde:

μ = tasa esperada de rendimiento, captura el elemento de tendencia determinístico.

⁷ La expresión que relaciona los betas apalancados y desapalancados es:

$$B_L = B_U \left[1 + (1 - G) \frac{B}{S} \right]$$

donde B_L = Beta apalancado
 B_U = Beta desapalancado
 B = Deuda
 S = Patrimonio

$$G = (1 - \frac{(1 - T_c)(1 - T_{ie})}{1 - T_{id}})$$

Véase Copeland y Weston (1988) pg. 457.

σ = desviación estándar de la tasa de rendimiento esperado
 dt = incremento en el tiempo
 dz = incremento de $z(t)$ que es un proceso Wiener⁸.

Si la dinámica del precio de la acción está descrita mediante la anterior ecuación, la evolución del precio del *call* (c) viene dada por⁹:

$$dc = \frac{\partial c}{\partial P} dP + \frac{\partial c}{\partial t} dt + \frac{1}{2} \frac{\partial^2 c}{\partial P^2} \sigma^2 P^2 dt \quad (10)$$

En el caso que nos interesa explorar de la empresa apalancada y la analogía de Black Scholes, la acción representa la opción escrita sobre el valor de la compañía o sus activos. Así, el precio de la opción es ahora el precio de la acción (la opción ahora es el capital accionario y el activo subyacente, sobre el que se emite la opción es el valor total de la compañía, V , que es igual al valor de los activos) por lo que (10) quedaría así:

$$dS = \frac{\partial S}{\partial V} dV + \frac{\partial S}{\partial t} dt + \frac{1}{2} \frac{\partial^2 S}{\partial V^2} \sigma^2 V^2 dt \quad (11)$$

En el límite, a medida que dt tiende a cero ($dt=0$), dividiendo ambos lados de (11) entre S y multiplicando numerador y denominador por dV , resulta la siguiente expresión:

$$\lim_{dt \rightarrow 0} \frac{dS}{S} = \frac{\partial S}{\partial V} \frac{dV}{V} \frac{V}{S} \quad (12)$$

⁸ Un proceso Wiener tiene tres propiedades. Primero, es un proceso de tipo Markov, lo que significa que la distribución probabilística de $z(t+1)$ depende únicamente de $z(t)$. Segunda, los incrementos del proceso Wiener, dz , son independientes. Y tercera, los incrementos en z están distribuidos normalmente, con una varianza que aumenta linealmente en el tiempo. Así, si $z(t)$ es un proceso Wiener, $\Delta z = \varepsilon \sqrt{dt}$, en el límite a medida que Δt tiende a cero, resulta $dz = \varepsilon \sqrt{dt}$, con $E(dz)=0$ y $Var(dz)=dt$.

⁹ Se utilizan herramientas del cálculo estocástico y el Lemma de Ito para derivar la siguiente expresión. Este detalle se omite aquí, pero se remite al lector a Nefcti (1996) o a Dixit y Pindyck (1994) como referencias muy legibles sobre este tema.

Puesto que $\frac{dS}{S}$ es el rendimiento de la acción, r_s , y $\frac{dV}{V}$ es el rendimiento de los activos totales de la empresa r_v , la ecuación anterior se puede escribir así:

$$r_s = \frac{\partial S}{\partial V} r_v \frac{V}{S} \quad (13)$$

La ecuación (13) es el rendimiento esperado de la acción, por lo que representa el costo del capital accionario. Para continuar el proceso de simplificación, necesitamos encontrar $\frac{\partial S}{\partial V}$, el cual se deducirá de la fórmula Black-Scholes de precios de un *call*. El precio del *call*, que en este caso es el precio de la acción, depende del precio del activo sobre el cual está escrita la opción, que en este caso es el valor total de la empresa V . Por lo tanto, la fórmula del precio sería:

$$S = VN(d_1) - Xe^{-rT} N(d_2) \quad (14)$$

donde:

V = valor de la empresa.

X = Valor nominal de la deuda al vencimiento.

$N(.)$ = Valor de la distribución normal estándar acumulada hasta d_1 o d_2

$d_1 = \{[\ln(V/X) + rT] + rT\} + (1/2) \sigma \sqrt{T}$

$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{T}$

σ = Desviación estándar de la tasa de rendimiento de la empresa.

T = Tiempo hasta el vencimiento de la opción.

r = Tasa de descuento en el tiempo.

De la expresión (14) se obtiene:

$$\frac{\partial S}{\partial V} = N(d_1) \quad (15)$$

De otra parte, utilizando el resultado central del CAPM obtendremos una expresión para r_v y para r_s . De acuerdo con el CAPM, en equilibrio, el rendimiento esperado de un activo es igual a la tasa

libre de riesgo (r_f) más la prima de riesgo del mercado ($R_m - r_f$) multiplicada por el beta del activo (β_j). Lo anterior se expresa en la ecuación (16):

$$E(r_j) = r_f + (R_m - r_f) \beta_j \quad (16)$$

De (16) se obtienen expresiones para r_v y r_s , que junto con (15) se rempazan en (13) obteniendo:

$$r_s = r_f + N(d_1)(r_v - r_f) V/S \quad (17)$$

Esta ecuación después de alguna manipulación algebraica¹⁰ resulta en :

$$r_s = r_f + (r_b - r_f) \frac{B}{S} \frac{N(d_1)}{N(-d_1)} \quad (18)$$

donde r_b es el costo de la deuda.

Para poder aplicar la anterior expresión, falta estimar el parámetro d_1 , para lo cual se seguirán las recomendaciones de Hsia (1991). Son tres las incógnitas centrales: T , que es el tiempo hasta el vencimiento de la opción; X , el valor nominal de la deuda al vencimiento; y σ que es la volatilidad. El artículo original de Hsia está basado en el mecanismo más simple de opciones europeas (no hay ejercicio de la opción antes de su período de vencimiento y no se distribuyen dividendos), lo que implica suponer que la deuda no se prepa y que ésta es cero-cu-

pón. Con base en otra serie de supuestos restrictivos¹¹ Hsia llega a que $T=B/A$, donde B es el valor de mercado de la deuda cero cupón y A es el valor anual de los pagos de intereses. B se calcula a partir de X^{12} . Y la volatilidad, que es la tarea más compleja, se estima endógenamente de la siguiente manera: puesto que $V=S+B$, la ecuación 14 se transforma en :

$$S = (S + B) N(d_1) - Bee^{-rT} N(d_2) \quad (14A) \\ = SN(d_1) + B[N(d_1) - e^{-(1-rT)} N(d_2)]$$

Puesto que $T=B/A$, resulta una función implícita f de la cual se deriva endógenamente el valor de sigma cuando:

$$f(A, B, r, \sigma,) = 0, \text{ es decir:} \quad (19)$$

$$f(...) = \frac{B}{S} - \frac{N(-d_1)}{N(d_1) - \exp[(1/A)(A - rB)] N(d_2)} \quad (19A)$$

$$\text{con } d_{\pm} = \frac{\ln(1 + S/B) + (1/A)(rB - A)}{\sigma \sqrt{B/A}} + (1/2)(\sigma \sqrt{B/A})$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \sqrt{B/A}$$

En resumen, con base en lo expuesto en Copeland y Weston (1988, Cap. 13) y Hsia (1991), las tres expresiones que resultan para la aplicación práctica son:

$$\text{Costo de la deuda } i = A/B \quad (20A)$$

¹⁰ $r_s = r_f + N(d_1)(r_v - r_f) V/S$
 $r_s = r_f + N(d_1) [(B/S r_b + S/V r_s) - r_f] V/S$
 $= r_f + N(d_1) (B/S r_b + r_s - r_f) V/S$
 $= r_f (1 - N(d_1) V/S) + N(d_1) r_s + N(d_1) B/S r_b$
 $= r_f [(S - N(d_1) B - N(d_1) S) / S] + N(d_1) r_s + N(d_1) B/S r_b$
 $= r_f [S(1 - N(d_1)) / S - N(d_1) B/S] r_s + N(d_1) B/S r_b$
 $r_s (1 - N(d_1)) = r_f (1 - N(d_1)) - r_f N(d_1) B/S + N(d_1) r_s + N(d_1) B/S r_b$
 $r_s = r_f + [N(d_1) B(r_b - r_f) / (1 - N(d_1) S)]$

¹¹ Hsia supone que existe un nivel "permanente" de endeudamiento ya que una parte importante de la deuda vigente en cada período se renueva. Supone que hay un "roll-over" de la deuda. Por esta razón, se puede asimilar el valor corriente de la deuda a una perpetuidad, con valor de mercado B y que paga un valor anual de A , equivalente al pago anual observado de intereses. Esta perpetuidad la aproxima Hsia a un bono cero-cupón de la misma duración.

¹² Conceptualmente, $B = Xe^{-rt}$ Pero t es la duración de un bono cero-cupón, que es igual a su vencimiento, que a su vez es igual a $1/i$. Por lo tanto, $B = Xe^{-1}$. Así queda determinado B .

Costo del capital accionario (20B)

$$r_s = r_f + (A/B - r_f) \frac{B}{S} \frac{N(d_1)}{N(-d_1)}$$

Costo del capital de la empresa (20C)

$$r_f + (A/B - r_f) \frac{B}{S + B} \frac{1}{N(-d_1)}$$

III. APLICACION DE LAS METODOLOGIAS Y RESULTADOS

Este capítulo presenta la aplicación de los métodos de estimación del costo del capital descritos en el capítulo anterior. En la primera sección se exponen los resultados de las estimaciones del costo del capital accionario, según los modelos CAPM y APT. En la segunda sección se presentan los resultados de la metodología del "pure play" y distintas variantes del mismo según la fuente de donde se tomen los betas. En la tercera sección se resume la aplicación del método de fijación de precios de opciones. Finalmente, en la cuarta sección se comparan los resultados de las diferentes metodologías para una submuestra de sectores.

A. Estimación de los coeficientes de riesgo y de las primas de riesgo

En esta sección se presentan los resultados de estimar los modelos CAPM y APT que se presentaron en el primer capítulo, para obtener el costo del capital accionario de una muestra de sectores de la economía colombiana. Antes de ellos se hace una descripción de los datos utilizados.

1. Información básica utilizada

Como ya ha sido mencionado en otros lugares (véase, por ejemplo, Mora(1996)), el número de empresas sobre las cuales es posible obtener información en el país de precios de las acciones en el mercado y de los dividendos causados se reduce significativamente a medida que se intenta cubrir

períodos largos de tiempo. Por este motivo y teniendo en cuenta que el propósito principal de este trabajo es obtener estimativos del costo del capital para el mayor número posible de sectores de actividad económica, se decidió restringir la muestra al período 1992.01 a 1997.12, período éste para el cual el mercado de capitales colombiano experimentó un gran dinamismo, así como un grado de integración a los mercados internacionales mucho mayor que en el pasado.

Debe señalarse, sin embargo, que si bien esta característica del mercado ciertamente permite ampliar la cobertura de la muestra a un mayor número de empresas, las características de riesgo de un mercado dinámico e integrado a la economía mundial, como el que aquí se considera, son distintas a las de un mercado poco activo y cerrado, como lo fue el mercado de capitales colombiano con anterioridad a 1992, cuando la movilidad internacional de capitales era mucho más restringida. En particular, es de esperarse que en el período cubierto, tanto los coeficientes de riesgo (betas), como las primas de riesgo hayan tendido a igualarse a los correspondientes a mercados integrados con el resto del mundo. No es claro que este grado de integración se mantenga en el futuro.

Para el período mencionado se utilizó la información mensual disponible de precios de acciones y de dividendos de la Bolsa de Bogotá¹³. Esta muestra inicial, de alrededor de 220 empresas se depuró, con base en el criterio de "bursatilidad" de la acción. Solo se incorporaron acciones que se hubiesen transado regularmente en el mercado. Después de aplicar este criterio, la muestra de empresas se redujo a alrededor de 42. Finalmente, se excluyeron

¹³ No fue posible obtener la información para ese mismo período de la Bolsa de Medellín.

algunas acciones cuyo comportamiento resultaba altamente atípico en comparación con un índice de rentabilidad del mercado, bien fuese porque correspondían a empresas intervenidas, o por otros motivos económicos. La muestra resultante de empresas fue de 25. Estas empresas se agruparon en los sectores de actividad económica definidos por la superintendencia de valores.

Utilizando la información de precios de las acciones y de los dividendos¹⁴ se construyó la serie mensual de la tasa de rentabilidad anual nominal de la acción, definida como el cociente entre los dividendos causados en el año más el cambio en el precio en el último año y el precio de la acción de hace un año. Esta serie mensual de tasas de rentabilidad nominal se convirtió en términos reales utilizando la tasa de inflación del IPC, excluyendo de este índice de precios los bienes durables¹⁵.

2. Modelo CAPM

A fin de estimar la ecuación (2) para las diferentes empresas y sectores, se utilizó como variable dependiente la diferencia entre la tasa real anual de rentabilidad accionaria, que se definió anteriormente; y la tasa de interés efectiva real de los CDT, variable esta última a través de la cual se aproximó el rendimiento del activo libre de riesgo (de sol-

vencia) en la economía¹⁶. En el caso de los sectores, la tasa de rentabilidad real anual del sector corresponde al promedio ponderado de la rentabilidad de las empresas que conforman ese sector; siendo la variable de ponderación la participación que tiene el valor de mercado de las acciones de la empresa, dentro del valor total de mercado de las acciones del sector.

En cuanto a la variable independiente en la ecuación (2), la rentabilidad real del mercado se aproximó por el promedio ponderado de la rentabilidad correspondiente a dos tipos de activos, a saber: las acciones y los activos de renta fija. Cada uno de estos dos tipos de activos se ponderó por la participación que tenía su valor, según la información de las Cuentas Financieras del Banco de la República, en cada uno de los años considerados. Como indicador de la rentabilidad de las acciones se tomó el promedio ponderado de la rentabilidad real de las acciones incluidas en la muestra, siendo la variable de ponderación la participación del valor de mercado de las acciones emitidas por la empresa, dentro del valor de mercado total de las acciones emitidas por las empresas de la muestra. Como indicador de la rentabilidad real de los activos de renta fija se utilizó la tasa de interés efectiva real de los CDT.

Los resultados de estimar los coeficientes de riesgo para los diferentes sectores en todo el período muestral, 1992.01 a 1997.12, a partir de la ecuación (2), se muestran en el Cuadro 1¹⁷. Es preciso mencionar que tanto las variables dependientes como

¹⁴ Las series de precios y de dividendos utilizadas corresponden a las publicadas en el Boletín de la Bolsa de Bogotá. Es importante tener en cuenta que el dato de dividendos causados es modificado por esa entidad cuando las empresas reportan cambios al respecto. No obstante, esas modificaciones no son publicadas. Infortunadamente, no fue posible obtener esta información sobre modificaciones de los datos publicados de la Bolsa, no obstante las numerosas solicitudes e ingentes esfuerzos realizados con ese propósito.

¹⁵ En los modelos de valoración de activos de riesgo que se derivan de las formulaciones del consumo, se utiliza como numérico el precio de los bienes de consumo no durable. Véase Mora(1996).

¹⁶ No se tomó la tasa de los TES debido a su alta variabilidad en cortos períodos de tiempo. No obstante, es claro que esta tasa afecta directamente la tasa de los CDT por ser un instrumento de intervención en el mercado monetario.

¹⁷ Los sectores incluidos corresponden a todos aquellos para los cuales fue posible obtener la información necesaria de una o más empresas que lo conforman.

Cuadro 1. RESULTADOS DE LA ESTIMACION DE LOS COEFICIENTES DE RIESGO MODELO "CAPM": MODELO VAR EN PRIMERAS DIFERENCIAS DE LAS SERIES (Período de estimación: 1992.01 - 1997.12)

Sector	Coefficiente beta	Error estándar beta	Estadístico T beta	R ² regresión	Error estándar regresión	D.W. regresión
Bebidas	1,6919	0,1196	14,1499	0,8162	0,1164	1,8001
Tabaco	1,3075	0,1392	9,3912	0,5624	0,1104	1,5139
Textiles y confecciones	1,6660	0,1781	9,3520	0,5894	0,6423	2,0533
Papel y pulpa de papel	0,8479	0,2353	3,6026	0,1563	0,1171	1,5509
Productos químicos y petroquímicos	0,5590	0,1736	3,2200	0,3141	0,2495	2,2345
Cemento	2,8943	0,1714	16,8815	0,8499	0,3859	2,0528
Otros productos minerales no metálicos	0,8407	0,2787	3,0164	0,0000	0,2554	1,7515
Siderúrgica	1,3751	0,2369	5,8055	0,4361	0,2163	2,0804
Metalmecánica	0,8650	0,4199	2,0601	0,0565	0,0000	1,7839
Artículos varios de consumo popular	1,8736	0,1930	9,7062	0,6138	0,2382	1,8549
Transporte aéreo	1,3357	0,5475	2,4395	0,2622	0,2921	2,1362
Otros servicios ofrecidos por empresas privadas	1,2406	0,3210	3,8644	0,4357	0,3226	1,9193
Bancos	1,3993	0,0816	17,1479	0,8773	0,2671	1,6805
Seguros	1,3773	0,1532	8,9907	0,6972	0,0000	2,0152

Intervalo de confianza del 20% de significancia para los coeficientes de riesgo

	Mínimo beta	Esperado beta	Máximo beta
Bebidas	1,5378	1,6919	1,8460
Tabaco	1,1280	1,3075	1,4869
Textiles y confecciones	1,4364	1,6660	1,8956
Papel y pulpa de papel	0,5445	0,8479	1,1512
Productos químicos y petroquímicos	0,3352	0,5590	0,7827
Cemento	2,6733	2,8943	3,1153
Otros productos minerales no metálicos	0,4814	0,8407	1,1999
Siderúrgica	1,0697	1,3751	1,6804
Metalmecánica	0,3238	0,8650	1,4063
Artículos varios de consumo popular	1,6248	1,8736	2,1224
Transporte aéreo	0,6299	1,3357	2,0415
Otros servicios ofrecidos por empresas privadas	0,8268	1,2406	1,6544
Bancos	1,2941	1,3993	1,5045
Seguros	1,1798	1,3773	1,5747

Beta: Coeficiente de riesgo de (RM-Rf).

Fuente: Cálculos del autor.

la variable independiente no resultaron ser estacionarias. Adicionalmente, en el caso de ninguno de los activos pudo rechazarse la hipótesis nula, al 1% de significancia, de que la variable dependiente y la independiente estaban cointegradas. Por lo tanto, los resultados que se muestran en el Cuadro 1 corresponden a los obtenidos de la estimación del modelo VAR, en primeras diferencias de la ecuación (2), donde se incluye como regresor el error rezagado obtenido de la ecuación cointegrante.

En la primera parte del Cuadro 1 se muestran, además de los coeficientes de riesgo, el error estándar de ese coeficiente, su estadístico *t*, el *R*², y el estadístico Durbin Watson. En la segunda parte del Cuadro 1 se muestran los intervalos de confianza de los coeficientes de riesgo, al 20% de significancia.

Por otro lado, en el Cuadro 2 se muestran los resultados de estimar la prima de riesgo que reconoce el mercado al inversionista en acciones, sobre el

Cuadro 2. ESTIMACION DE LA PRIMA DE RIESGO EN EL MODELO CAPM

Sample: 12232

Included observations: 2232

Variable	Coefficiente	Error estándar	Estadístico T	Probabilidad
Beta	0,09675	0,01155	8,454546	0,0000
S.E. of regression	1,093093	Mean dependent var		0,256892
Sum squared resid	3181,892	Akaike info criterion		0,178393
S.D. dependent var.	1,081451	Schwarz criterion		0,180608
Log likelihood	-4016,678			

Nota: Los coeficientes de riesgo (betas en el período 1992.01 a 1994.11 corresponden a los obtenidos de las regresiones para todo el período 1992.01 a 1997.12. Los betas para el período 1994.12 a 1997.12 corresponden a los obtenidos de regresiones para cada uno de los 36 subperíodo, de 36 observaciones cada uno, comprendidos entre 1992.01 y 1997.12.

Fuente: Cálculos propios.

rendimiento del activo libre de riesgo. El valor resultante de la prima de riesgo, 9,765% anual real, es superior a la estimada para mercados de capitales desarrollados, 5,16% (Fama y French (1997)), como era de esperarse.

Es preciso mencionar que el resultado que se muestra en el Cuadro 2 corresponde a la estimación de la ecuación (4), bajo la hipótesis que dicha prima es la misma en todos los períodos de la muestra. Más adelante se evaluará qué tan estable es dicha prima a lo largo de diferentes subperíodos de la muestra. Los coeficientes de riesgo en la ecuación (4), para el período 1995.01-1997.12 son los obtenidos de regresiones realizadas en los 37 subperíodos secuenciales, de 36 observaciones temporales cada uno, comprendidos entre 1992.01 y 1997.12, de la ecuación (2). Los coeficientes de riesgo para el período 1992.01-1994.12 corresponden a los obtenidos para toda la muestra, los cuales se reportaron en el Cuadro 1. En una sección posterior se reportan los resultados correspondientes a estas regresiones en períodos secuenciales.

Finalmente, en el Cuadro 3 se muestran los estimativos del costo del capital accionario, en exceso de la tasa libre de riesgo, por sectores de actividad, que resultan de los estimativos de los Cuadros 1 y 2, para todo el período muestral 1992.01-1997.12. En la primera parte del Cuadro 3 se presenta el intervalo de confianza para la prima de riesgo, que se obtiene de los resultados del Cuadro 2. En la segunda parte del Cuadro 3 se presentan los estimativos del valor esperado del costo del capital accionario y su intervalo de confianza, al 20% de significancia, cuando se considera el producto de la prima de riesgo estimada en el Cuadro 2 y los valores de los coeficientes de riesgo que se encuentran en los límites y en el centro de su intervalo de confianza; intervalo éste cuyos valores se presentaron en la segunda parte del Cuadro 1. En la tercera parte del Cuadro 3 se presentan los estimativos del valor esperado del costo del capital accionario, en exceso de la tasa libre de riesgo, y su intervalo de confianza, al 20% de significancia, cuando se considera el producto de los valores que definen el intervalo de confianza de la prima de riesgo y de los valores de

Cuadro 3. INTERVALO DE CONFIANZA PARA EL COSTO DEL CAPITAL ACCIONARIO MODELO CAPM

Intervalo de confianza del 80% de significancia para la prima de riesgo modelo "CAPM"			
	Mínimo beta	Esperado beta	Máximo beta
	8,61	9,77	10,92
Intervalo de confianza del 80% de significancia para el costo del capital accionario en el modelo "CAPM" (considerando unicamente variaciones en los coeficientes de riesgo)			
Bebidas	15,02	16,52	18,03
Tabaco	11,01	12,77	14,52
Textiles y confecciones	14,03	16,27	18,51
Papel y pulpa de papel	5,32	8,28	11,24
Productos químicos y petroquímicos	3,27	5,46	7,64
Cemento	26,10	28,26	30,42
Otros productos minerales no metálicos	4,70	8,21	11,72
Siderúrgica	10,45	13,43	16,41
Metalmecánica	3,16	8,45	13,73
Artículos varios de consumo popular	15,87	18,30	20,73
Transporte aéreo	6,15	13,04	19,94
Otros servicios ofrecidos por empresas privadas	8,07	12,11	16,15
Bancos	12,64	13,66	14,69
Seguros	11,52	13,45	15,38
Intervalo de confianza del 80% de significancia para el costo del capital accionario en el modelo "CAPM" (considerando variaciones tanto en los coeficientes de riesgo como en las primas de riesgo)			
Bebidas	13,24	16,52	20,16
Tabaco	9,71	12,77	16,24
Textiles y confecciones	12,37	16,27	20,70
Papel y pulpa de papel	4,69	8,28	12,57
Productos químicos y petroquímicos	2,89	5,46	8,55
Cemento	23,02	28,26	34,02
Otros productos minerales no metálicos	4,15	8,21	13,10
Siderúrgica	9,21	13,43	18,35
Metalmecánica	2,79	8,45	15,36
Artículos varios de consumo popular	13,99	18,30	23,18
Transporte aéreo	5,42	13,04	22,29
Otros servicios ofrecidos por empresas privadas	7,12	12,11	18,07
Bancos	11,14	13,66	16,43
Seguros	10,16	13,45	17,20

Fuente: Cálculos propios.

los coeficientes de riesgo que también se encuentran en los límites de su intervalo de confianza.

Puede apreciarse que existen diferencias importantes en los costos del capital accionario, en exceso de la tasa libre de riesgo, entre sectores.

Como se mencionó en el capítulo anterior, la verificación empírica del modelo CAPM ha permitido establecer que generalmente este modelo tiende a sobreestimar la tasa de retorno de los activos con beta mayor que uno; y a subestimar la tasa de retorno de los activos con beta menor que uno. Es de esperarse que esos mismos sesgos estén presentes en los estimativos presentados en los Cuadros 1 y 3. Por lo tanto, el efecto conjunto del coeficiente de riesgo y de la prima de riesgo sobre la tasa de retorno para los sectores que tienen un beta mayor que uno, probablemente sea menor que el valor esperado reportado en el Cuadro 3. Lo contrario se espera en el caso de los sectores con beta menor que uno.

Nótese, de otra parte, que en la ecuación (2), tanto la variable dependiente, como la variable explicativa están expresadas como diferencias con respecto a la tasa libre de riesgo. Por lo tanto, en los resultados anteriores no se ha estimado directamente la tasa libre de riesgo y, en consecuencia, dichos resultados no permiten evaluar el grado de sobreestimación de esa tasa que usualmente produce el modelo CAPM.

En las dos siguientes secciones se evalúa la estabilidad en el tiempo de los coeficientes de riesgo y de la prima de riesgo del modelo CAPM. Es preciso tener en cuenta que de no ser estables esos coeficientes a lo largo del tiempo, los estimativos del costo del capital que se presentaron en el Cuadro 3, solamente serían válidos para 1997, y no para años anteriores.

a. Estabilidad de los coeficientes de riesgo en el modelo CAPM

Es claro que los estimativos del costo del capital accionario que se presentaron anteriormente, para el modelo CAPM, están sujetos a los errores propios de cualquier estimación econométrica, razón por la cual en los cuadros de resultados se presentaron también sus intervalos de confianza. No obstante, además de esta fuente de error, en la literatura se han identificado variaciones significativas entre diferentes períodos de tiempo, tanto de los coeficientes de riesgo, como de la prima de riesgo (Fama y French(1997)). Este hecho introduce una fuente de incertidumbre en la evaluación de los proyectos de inversión, adicional a la que es propia de los flujos de ingresos y egresos, pues significa que la tasa misma de descuento futura resulta ser variable y, en muchos casos, difícil de predecir.

Resulta entonces de interés evaluar qué tan variables son en el tiempo los coeficientes de riesgo anteriores. Con propósitos ilustrativos, en las dos primeras columnas del Cuadro 4 se presentan estimativos del coeficiente de riesgo, beta, para los períodos muestrales 1992.01-1997.12 y 1992.01-1994.12, respectivamente. Adicionalmente, en las columnas 3 a 5 se presentan los promedios simples de los doce valores del coeficiente de riesgo obtenidos de las regresiones secuenciales estimadas sobre los períodos de 36 meses que terminan en cada uno de los doce meses de los años 1995, 1996 y 1997. En ese cuadro también se presentan los errores estándar de los coeficientes de riesgo; el R^2 Ajustado y los errores estándar de las regresiones.

Como puede apreciarse, en general los resultados econométricos son bastante buenos, aunque los errores estándar promedio de los coeficientes son más altos en 1996 y 1997 que en 1995. Con el propósito de evaluar más exactamente esa variabilidad

Cuado 4. RESULTADOS DE LAS REGRESIONES EN PERIODOS SECUENCIALES

Sector	Coeficiente de riesgo					Error estándar del Coeficiente de Riesgo				
	Regresiones secuenciales					Regresiones secuenciales				
	Período total muestra	Período 1992-94	Promedio 1995	Promedio 1996	Promedio 1997	Período total muestra	Período 1992-94	Promedio 1995	Promedio 1996	Promedio 1997
Bebidas	1,6919	1,5969	1,7793	2,8254	3,2978	0,1196	0,1267	0,1576	0,3683	0,3941
Tabaco	1,3075	1,3178	1,3547	2,2634	1,7251	0,1392	0,1799	0,1706	0,4253	0,4691
Textiles y confecciones	1,6660	1,7643	1,8079	1,7778	1,8693	0,1781	0,2435	0,2853	0,5460	0,4727
Papel y pulpa de papel	0,8479	0,8266	1,0015	1,0320	1,0577	0,2353	0,3252	0,3481	0,5041	0,4676
Productos químicos y petroquímicos	0,5590	0,4495	0,6716	0,8358	1,1760	0,1736	0,2332	0,3318	0,4801	0,3144
Cemento	2,8943	2,9035	3,0361	4,2580	2,9364	0,1714	0,2543	0,2651	0,4231	0,3296
Otros productos minerales no metálicos	0,8407	1,2354	1,1673	2,0370	2,2516	0,2787	0,3569	0,3278	0,6974	0,8533
Siderúrgica	1,3751	1,3334	1,4122	1,9820	1,7802	0,2369	0,3229	0,3114	0,4837	0,4798
Metalmecánica	0,8650	0,8450	1,1777	5,9824	2,1319	0,4199	0,5622	0,7430	1,9880	1,5410
Artículos varios de consumo popular	1,8736	1,7306	1,7399	2,5497	2,1641	0,1930	0,2742	0,2462	0,4913	0,3073
Transporte aéreo	1,3357	1,4835	1,9164	1,2995	1,3058	0,5475	0,7770	0,5923	0,4643	0,7317
Otros serv. ofrecidos por empresas privadas	1,2406	1,3850	1,7565	1,9095	1,3061	0,3210	0,4398	0,5655	0,7868	0,5679
Bancos	1,3993	1,3645	1,3812	2,2087	1,9825	0,0816	0,1154	0,1451	0,1697	0,1455
Seguros	1,3773	1,3065	1,5834	3,1342	2,4182	0,1532	0,2121	0,2860	0,6018	0,4173
Promedio entre sectores						0,2321	0,3160	0,3411	0,6021	0,5351
	R ²					Error estándar de la regresión				
Bebidas	0,8162	0,8758	0,8733	0,7602	0,7250	0,1045	0,1057	0,0895	0,0713	0,0767
Tabaco	0,5624	0,5731	0,6403	0,4791	0,3687	0,1400	0,1778	0,1354	0,1066	0,1032
Textiles y confecciones	0,5894	0,6302	0,6473	0,4212	0,4494	0,1436	0,1837	0,1489	0,1062	0,0981
Papel y pulpa de papel	0,1563	0,1490	0,1932	0,2174	0,2941	0,1980	0,2588	0,2349	0,1246	0,1052
Productos químicos y petroquímicos	0,3141	0,3623	0,3525	0,3253	0,4303	0,1491	0,1920	0,1799	0,1039	0,0630
Cemento	0,8499	0,8564	0,8639	0,7875	0,7582	0,1380	0,1948	0,1473	0,0889	0,0672
Otros productos minerales no metálicos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Siderúrgica	0,4361	0,4980	0,4648	0,4995	0,3941	0,1920	0,2496	0,2036	0,1026	0,0994
Metalmecánica	0,0565	0,0548	0,0604	0,2054	-0,0022	0,4245	0,5559	0,5675	0,5001	0,3580
Artículos varios de consumo popular	0,6138	0,6305	0,6329	0,5727	0,6233	0,1939	0,2613	0,1947	0,1078	0,0700
Transporte aéreo	0,2622	0,2647	0,5077	0,3361	0,2998	0,5472	0,7640	0,4447	0,1195	0,1448
Otros serv. ofrecidos por empresas privadas	0,4357	0,4901	0,4415	0,4345	0,2975	0,2272	0,3072	0,2866	0,1596	0,1097
Bancos	0,8773	0,8766	0,8770	0,9081	0,8775	0,0706	0,0971	0,0793	0,0368	0,0308
Seguros	0,6972	0,7199	0,7208	0,6710	0,5682	0,1288	0,1730	0,1537	0,1262	0,0894
Promedio entre sectores						0,1898	0,2515	0,2047	0,1253	0,1011

Fuente: Cálculos propios.

de los coeficientes de riesgo, en el Cuadro 5 se presentan los resultados de estimar la "verdadera varianza" de los coeficientes, a partir de la siguiente ecuación propuesta por Fama y French(1997)¹⁸:

$\sigma^2(\text{Series tiempo}) = \sigma^2(\text{Verdadera}) + \sigma^2(\text{Error estimación})$

Donde la varianza de la serie de tiempo del estimador se calcula para la serie de los coeficientes obtenida de las regresiones secuenciales; y el error estándar del coeficiente corresponde al valor reportado en el Cuadro 4 para el período de estimación 1992.01-1997.12.

Como puede apreciarse en el Cuadro 5, con excepción de pocos sectores, el verdadero error estándar del coeficiente de riesgo es alto, con un promedio entre sectores de 0.6059.

En el Gráfico 1 se ilustra este mismo punto. Puede observarse que no existe un patrón uniforme de comportamiento de los coeficientes de riesgo (betas) de los diferentes sectores a lo largo del tiempo.

De otra parte, al analizar las características estocásticas de la serie de coeficientes obtenidos de las regresiones secuenciales, se encontró que con la

Cuadro 5. ERROR ESTANDAR DEL COEFICIENTE DE RIESGO EN LAS REGRESIONES SECUENCIALES (CAMP)

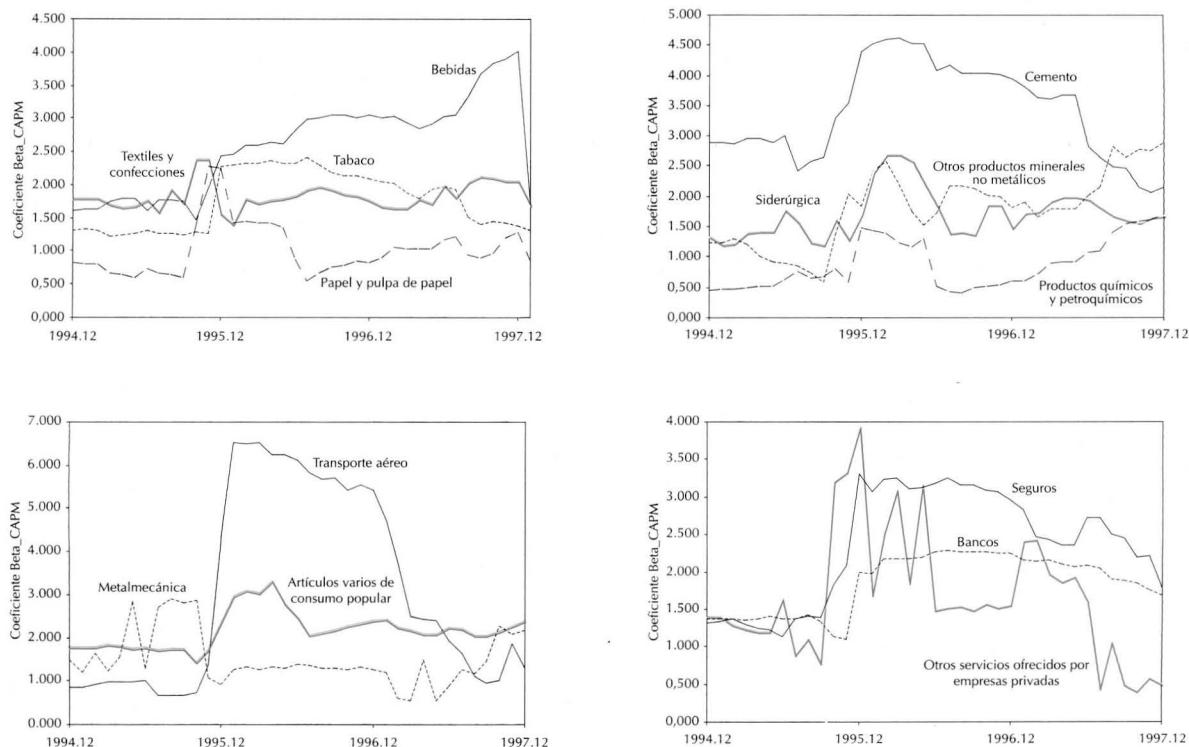
	Varianza del coeficiente de riesgo en la serie de tiempo	Varianza de la estimación del coeficiente de riesgo	Desviación estándar verdadera del coeficiente de riesgo
Bebidas	0,5231	0,0143	0,7133
Tabaco	0,1966	0,0194	0,4209
Textiles y confecciones	0,0434	0,0317	0,1080
Papel y pulpa de papel	0,1615	0,0554	0,3258
Productos químicos y petroquímicos	0,1720	0,0301	0,3767
Cemento	0,6204	0,0294	0,7688
Otros productos minerales no metálicos	0,3866	0,0777	0,5559
Siderúrgica	0,1625	0,0561	0,3262
Metalmecánica	5,2111	0,1763	2,2438
Artículos varios de consumo popular	0,1890	0,0373	0,3895
Transporte aéreo	0,4079	0,2998	0,3287
Otros servicios ofrecidos por empresas privadas	0,7446	0,1031	0,8010
Bancos	0,1536	0,0067	0,3834
Seguros	0,5712	0,0235	0,7401
Promedio entre sectores	0,6817	0,0686	0,6059

Fuente: Cálculos propios.

¹⁸ Esta ecuación se obtiene de considerar que el coeficiente de riesgo estimado en un período t para el activo i es igual al verdadero coeficiente de riesgo, más un término de error no correlacionado con el verdadero coeficiente:

$\hat{\beta}_{i,t} = \beta_{i,t} + e_{i,t}; Cov[\beta_{i,t}, e_{i,t}] = 0, \forall t, \forall i$

Gráfico 1. COMPORTAMIENTO DE LOS COEFICIENTES DE RIESGO EN EL TIEMPO POR SECTORES (CAPM)



Fuente: Cálculos propios.

excepción del sector de seguros, estas series tienen una raíz unitaria. Por este motivo, el mejor predictor de su valor futuro es el valor actual. Como proxy de ese valor actual pueden tomarse los valores reportados en el Cuadro 4, para el promedio de 1997.

b. Estabilidad de la prima de riesgo en el modelo CAPM

En el Cuadro 6 se muestran los resultados de las regresiones en períodos secuenciales para la prima de riesgo. Puede apreciarse que los errores estándar son bastante bajos, en cualquiera de los períodos o promedios de períodos considerados. No obstante, la prima de riesgo presenta una notable reducción

entre 1994 y 1997. Ello se traduce en un valor del "verdadero error estándar" comparativamente alto; aunque menor que en el caso de los coeficientes de riesgo.

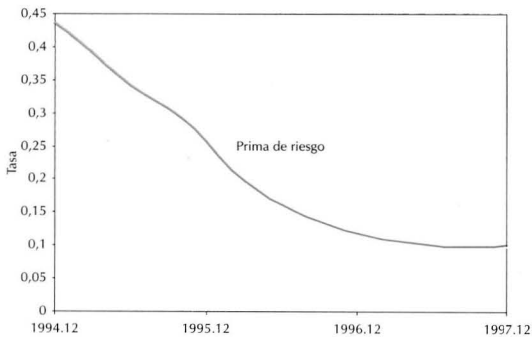
De otra parte, la serie de los valores estimados de la prima de riesgo, por medio de regresiones secuenciales, tiene una raíz unitaria; razón por la cual el mejor predictor de su valor futuro es el valor actual. Ese valor actual puede aproximarse por el estimativo correspondiente al promedio de los valores de 1997, que se muestra en el Cuadro 6. En el Gráfico 2 se muestra la serie mensual de la prima de riesgo obtenida de las regresiones secuenciales.

Cuadro 6. ESTIMACIONES DE LA PRIMA DE RIESGO (CAMP) EN REGRESIONES SOBRE PERIODOS SECUENCIALES

Períodos muestrales	Prima de riesgo	Estadístico t	Error estándar prima de riesgo
Período total de la muestra (1992,01-1997,1)	0,09765	8,455	0,0115
Período 1992,01-1994,12	0,43673	18,482	0,0236
Promedio 1995	0,33915	15,990 ^a	0,0211 ^a
Promedio 1996	0,16199	10,122 ^a	0,0158 ^a
Promedio 1997	0,10050	8,075 ^a	0,0124 ^a
Verdadero error estándar de la prima de riesgo			0,1082 ^a

^a promedios simples de los 12 estadísticos mensuales.
Fuente: Cálculos propios.

Gráfico 2. COMPORTAMIENTO EN EL TIEMPO DE LA PRIMA DE RIESGO (CAPM)



Fuente: Cálculos propios.

c. Estimación en el tiempo del costo del capital accionario en el modelo CAPM

Los resultados que se presentaron en los Cuadros 4 y 6 indican que los estimativos del costo del capital accionario del Cuadro 3 deben interpretarse como valores válidos para todo el período muestral, 1992.01-1997.12; y no como estimativos apropiados del costo del capital en cada uno de los años 1992-1997. Dadas las características estocásticas ya mencionadas de las series de tiempo del coeficiente de riesgo y de la prima de riesgo, los estimativos del Cuadro 3 constituyen buenas aproxima-

ciones del valor futuro y de largo plazo del costo del capital; pero no necesariamente del valor de esta variable en el corto plazo y en períodos pasados.

En el Cuadro 7 se presentan los valores estimados del costo del capital esperado, en exceso de la tasa libre de riesgo, para los mismos períodos y años definidos anteriormente, utilizando los resultados de los Cuadros 4 y 6. Puede apreciarse que como resultado del comportamiento conjunto del coeficientes de riesgo y de la prima de riesgo, el costo del capital accionario, en exceso de la tasa libre de riesgo, ha experimentado una importante reducción entre 1994 y 1997, para el caso de todos los sectores de la muestra.

Con la excepción de un solo sector, esa reducción ha sido continua en el período mencionado.

3. Modelo APT

Para estimar la ecuación (6) es preciso calcular el valor de las variables PMG ("pequeñas menos grandes") y AMB ("alto menos bajo").

En cuanto a la primera de esas variables, las empresas pequeñas se definieron, al igual que en Fama y

Cuadro 7. COSTO DEL CAPITAL ACCIONARIO EN DIFERENTES PERIODOS DE TIEMPO (CAPM)

Sector	Período total muestra	Período 1992-94	Regresiones secuenciales		
			Promedio 1995	Promedio 1996	Promedio 1997
Bebidas	16,52	69,74	60,35	45,77	33,14
Tabaco	12,77	57,55	45,95	36,66	17,34
Textiles y confecciones	16,27	77,05	61,32	28,80	18,79
Papel y pulpa de papel	8,28	36,10	33,97	16,72	10,63
Productos químicos y petroquímicos	5,46	19,63	22,78	13,54	11,82
Cemento	28,26	126,80	102,97	68,98	29,51
Otros productos minerales no metálicos	8,21	53,95	39,59	33,00	22,63
Siderúrgica	13,43	58,24	47,90	32,11	17,89
Metalmecánica	8,45	36,90	39,94	96,91	21,43
Artículos varios de consumo popular	18,30	75,58	59,01	41,30	21,75
Transporte aéreo	13,04	64,79	65,00	21,05	13,12
Otros servicios ofrecidos por empresas privadas	12,11	60,49	59,57	30,93	13,13
Bancos	13,66	59,59	46,84	35,78	19,92
Seguros	13,45	57,06	53,70	50,77	24,30
Promedio entre sectores	13,44	60,96	52,78	39,45	19,67

Fuentes: Cuadro 4 y cuadro 6.

French(1997), como aquellas para las cuales el valor de mercado de las acciones ordinarias emitidas es menor que la mediana del valor de mercado de todas las empresas de la muestra. En consecuencia, la variable PMG corresponde, en cada uno de los meses de la muestra, a la diferencia entre la tasa de retorno promedio ponderada de las empresas pequeñas, menos la tasa de retorno promedio ponderada de las empresas grandes, donde la variable de ponderación es, en ambos casos, la participación en el valor de mercado de las acciones emitidas.

Para medir la segunda variable, se procedió a calcular la relación entre el valor del patrimonio en el balance y el valor de mercado de las acciones emitidas para todas las empresas. Posteriormente se evaluó el valor de los percentiles 33 y 66 de esta relación.

En cada momento del tiempo (meses), se definieron las empresas con una relación patrimonio/valor de

las acciones baja, como aquellas para las cuales dicha relación era menor o igual al percentil 33; y las empresas con una relación alta, como aquellas con un valor de este cociente mayor que el valor correspondiente al percentil 66. La variable AMB corresponde a la diferencia entre la tasa de retorno promedio ponderada de las segundas, menos la correspondiente a las primeras, para lo cual se usó la misma variable de ponderación mencionada anteriormente.

Tanto la variable PMG, como la variable AMB son no estacionarias. Adicionalmente, estas variables, conjuntamente con las otras dos variables incluidas en la ecuación (6) están cointegradas. En consecuencia, los coeficientes de riesgo se estimaron a partir de la ecuación (6), expresada en diferencias, e incluyendo como regresor el error rezagado de la ecuación cointegrante.

Los resultados de estimar la ecuación (6) para los diferentes sectores, en todo el período muestral

1992.01-1997.12, se muestran en el Cuadro 8. A diferencia del caso de los mercados de capitales desarrollados, el coeficiente de la variable PMG es negativo en la mayoría de los sectores¹⁹. Puede apreciarse que el valor absoluto del estadístico t es menor, en el caso de todos los coeficientes, que el obtenido para el modelo CAPM; aunque el R^2 ajustado es superior, en el promedio entre sectores; y la significancia conjunta de las variables, medida por el estadístico F, es alta. En la segunda parte del Cuadro 8 se muestra que los mayores errores estándar de los coeficientes del modelo APT se traducen en unos intervalos de confianza, al 80% de significancia, más amplios que en el modelo CAPM.

Debido a la incidencia que tienen los coeficientes de riesgo en la determinación del costo del capital accionaria, ese amplio margen de variabilidad de los mismos, en el modelo APT, hacen menos útil este modelo que el CAPM. Más adelante volveremos sobre este punto, cuando se estime la "verdadera varianza" de los coeficientes de riesgo, a partir de los resultados de las regresiones en períodos secuenciales.

En el Cuadro 9 se presentan los resultados de estimar las primas de riesgo del modelo APT, definidas en la ecuación (7). En el cuadro se muestra que la prima de riesgo para el exceso del rendimiento del mercado sobre el activo libre de riesgo (beta) es mayor que en el modelo CAPM. Sin embargo, este mayor coeficiente debe evaluarse conjuntamente con la prima de riesgo negativa, para el caso de la fuente de riesgo PMG. En el caso de la fuente de

¹⁹ Este hecho puede estar asociado a características distintas de los mercados de bienes y servicios que se traducen en una mayor rentabilidad para las empresas grandes, en comparación con las pequeñas. Por lo tanto, no constituye una deficiencia del modelo APT-versión Fama y French en el caso del mercado capitales colombiano.

riesgo AMB, la prima de riesgo no es estadísticamente diferente de cero; razón por la cual la validez del modelo APT-versión Fama y French, como un todo, debe rechazarse para el caso del mercado de capitales colombiano. Sin embargo, no debe descartarse la posibilidad de que una versión más restringida de ese modelo resulte adecuada para explicar el comportamiento de los precios de los activos en este mercado.

No obstante lo anterior, en el Cuadro 10 se presentan los estimativos del costo del capital accionario, en exceso de la tasa libre de riesgo, resultantes del modelo APT. En general, los resultados por sectores son más altos que en el modelo CAPM. El costo del capital accionario, promedio de los sectores, en exceso de la tasa libre de riesgo, es superior en 5,5 puntos reales anuales en el modelo APT que en el CAPM.

a. Variabilidad de los coeficientes de riesgo en el modelo APT

En el Cuadro 11 se muestran los estimativos de los coeficientes de riesgo y los errores estándar, para los mismos períodos muestrales definidos en el Cuadro 4 y explicados anteriormente. A simple vista las variaciones de los coeficientes son altas e inclusive, en el caso del coeficiente de riesgo PMG, se presentan cambios de signos bastante fuertes entre períodos. El promedio entre sectores de los errores estándar de los coeficientes de riesgo es inferior, en general, a los del modelo CAPM, para todos los períodos. La única excepción la constituye el caso del coeficiente AMB en el promedio de 1996 y en el promedio de 1997. No obstante, como se recordará, ese coeficiente de riesgo resultó no ser significativo en la verificación de la validez global del modelo APT.

En el Cuadro 12 se muestran las estimaciones del "verdadero error estándar" de cada uno de los coe-

Cuadro 8. RESULTADOS DE LA ESTIMACION DE LOS COEFICIENTES DE RIESGO MODELO "APT"
(Período de estimación: 1992.01 - 1997.12)

Sector	Coefficiente beta	Error estándar beta	Estadístico T beta	Coefficiente CPMG	Error estándar CPMG	Estadístico T CPMG	Coefficiente CAMB	Error estándar CAMB	Estadístico T CAMB	R ² ajustado regresión	F regresión	D.W. regresión
Bebidas	0,7143	0,4824	1,4807	-0,6139	0,3026	-2,0289	-0,4540	0,2659	-1,7077	0,8288	78,69	1,8688
Tabaco	0,1543	0,5693	0,2710	-0,8330	0,3574	-2,3306	0,5870	0,3338	1,7586	0,6335	38,60	1,6576
Textiles y confecciones	1,0501	0,6480	1,6204	-0,1206	0,4024	-0,2997	0,6306	0,3389	1,8610	0,6476	29,86	1,8794
Papel y pulpa de papel	-0,4113	0,7733	-0,5318	-0,5624	0,4922	-1,1426	1,1471	0,4607	2,4901	0,3374	11,37	1,6522
Productos químicos y petroquímicos	0,7769	0,6571	1,1822	0,1563	0,4054	0,3857	0,0851	0,3206	0,2654	0,3140	7,44	2,1481
Cemento	1,0556	0,5328	1,9811	-1,2763	0,3279	-3,8922	0,9160	0,3009	3,0439	0,8871	127,68	2,1621
Otros productos minerales no metálicos	0,1982	1,1031	0,1797	-0,1582	0,7032	-0,2249	1,3207	0,6482	2,0376	0,2306	6,69	1,7313
Siderúrgica	-0,8478	0,8762	-0,9676	-1,2435	0,5459	-2,2779	1,1787	0,4539	2,5966	0,5044	16,54	1,9065
Metalmecánica	-5,3860	1,6719	-3,2215	-4,0553	1,0547	-3,8449	2,1946	1,0003	2,1940	0,2595	7,83	1,8102
Artículos varios de consumo popular	-0,1978	0,8014	-0,2468	-1,4063	0,5053	-2,7829	0,4009	0,4735	0,8468	0,6601	43,37	1,8924
Transporte aéreo	3,7032	2,1285	1,7398	1,0894	1,3415	0,8121	-3,9946	1,3664	-2,9234	0,2711	6,04	1,9682
Otros servicios ofrecidos por empresas privadas	-2,1082	0,8272	-2,5485	-1,7542	0,5062	-3,4657	2,3886	0,4081	5,8537	0,6627	31,93	1,8487
Bancos	0,7498	0,3163	2,3705	-0,3717	0,1937	-1,9191	-0,4173	0,1652	-2,5260	0,8925	134,88	1,6203
Seguros	-1,0017	0,5342	-1,8751	-1,5718	0,3379	-4,6511	0,5000	0,2433	2,0555	0,7811	57,98	1,8777

Intervalo de confianza del 80% de significancia para los coeficientes de riesgo

	Mínimo Beta	Esperado Beta	Máximo Beta	Mínimo CPMG	Esperado CPMG	Máximo CPMG	Mínimo CAMB	Esperado CAMB	Máximo CAMB
Bebidas	0,0925	0,7143	1,3361	-1,0039	-0,6139	-0,2239	-0,7967	-0,4540	-0,1113
Tabaco	-0,5796	0,1543	0,8882	-1,2937	-0,8330	-0,3723	0,1568	0,5870	1,0173
Textiles y confecciones	0,2148	1,0501	1,8853	-0,6393	-0,1206	0,3981	0,1938	0,6306	1,0674
Papel y pulpa de papel	-1,4081	-0,4113	0,5855	-1,1969	-0,5624	0,0721	0,5533	1,1471	1,7410
Productos químicos y petroquímicos	-0,0702	0,7769	1,6239	-0,3662	0,1563	0,6789	-0,3282	0,0851	0,4984
Cemento	0,3688	1,0556	1,7424	-1,6990	-1,2763	-0,8536	0,5281	0,9160	1,3038
Otros productos minerales no metálicos	-1,2237	0,1982	1,6201	-1,0646	-0,1582	0,7483	0,4852	1,3207	2,1562
Siderúrgica	-1,9772	-0,8478	0,2816	-1,9471	-1,2435	-0,5398	0,5936	1,1787	1,7638
Metalmecánica	-7,5411	-5,3860	-3,2309	-5,4148	-4,0553	-2,6957	0,9053	2,1946	3,4839
Artículos varios de consumo popular	-1,2308	-0,1978	0,8352	-2,0577	-1,4063	-0,7549	-0,2094	0,4009	1,0112
Transporte aéreo	0,9595	3,7032	6,4469	-0,6398	1,0894	2,8186	-5,7559	-3,9946	-2,2333
Otros servicios ofrecidos por empresas públicas	-3,1744	-2,1082	-1,0419	-2,4067	-1,7542	-1,1018	1,8626	2,3886	2,9146
Bancos	0,3421	0,7498	1,1575	-0,6214	-0,3717	-0,1220	-0,6303	-0,4173	-0,2044
Seguros	-1,6903	-1,0017	-0,3131	-2,0074	-1,5718	-1,1362	0,1865	0,5000	0,8136

Beta: Coeficiente de riesgo de ($R_M - R_f$).

CPMG: Coeficiente de riesgo para la diferencia entre el rendimiento real de las empresas pequeñas y las grandes.

CAMB: Coeficiente de riesgo para la diferencia entre el rendimiento real de las empresas que tienen una relación (patrimonio en libros/valor de mercado de las acciones emitidas) alta y las que tienen una relación baja.

Fuente: Cálculos propios.

Cuadro 9. ESTIMACION DE LAS PRIMAS DE RIESGO EN EL MODELO APT

Sample: 12232
Included observations: 2232

Variable	Coefficiente	Error estándar	Estadístico T	Probabilidad
Beta	0,133168	0,014337	9,288621	0,0000
PMG	-0,224199	0,024504	-9,149305	0,0000
AMB	0,000839	0,020638	0,040647	0,9676
S.E. of regression	1,051635	Mean dependent var		0,248651
Sum squared resid	2465,130	S.D. dependent var		1,049424
Log likelihood	-3277,942	Akaike info criterion		0,102035
		Schwarz criterion		0,109710

Fuente: Cálculos propios.

ficientes de riesgo, calculado en la forma ya explicada en una sección anterior, a partir de los resultados de las regresiones en períodos secuenciales. Los espacios en blanco corresponden a aquellos casos en los cuales la desviación estándar de la serie de tiempo del coeficiente de riesgo resultó ser menor que el error estándar del coeficiente de riesgo estimado por medio de la regresión en el período muestral total (1992.01-1997.12). En general, la variabilidad de los coeficientes de riesgo beta y PMG es alta y, en el caso del primero, es bastante más grande que en el modelo CAPM. Solamente para el coeficiente de riesgo AMB el error estándar es relativamente bajo.

En síntesis, la comparación de los resultados de las estimaciones de los modelos CAPM y APT arrojan una variabilidad menor de los coeficientes de riesgo en el caso del primero, que en el del segundo. Adicionalmente, la validez global del modelo APT-versión Fama y French(1992 y 1997) debe rechazarse para el caso del mercado de capitales colombiano, debido a la insignificancia estadística del coeficiente de riesgo AMB.

b. Variabilidad de las primas de riesgo en el modelo APT

En el Cuadro 13 se presentan los estimativos de las primas de riesgo obtenidos de las regresiones secuenciales. Puede apreciarse que al igual que el caso del modelo APT, se presentan grandes variaciones en el valor de estas variables entre 1994 y 1997, principalmente en el caso de PMG y AMB. Estas variaciones en el tiempo explican el tamaño comparativamente grande del "verdadero error estándar", en comparación con los errores estándar de las primas de riesgo que resultan de las regresiones en períodos secuenciales.

c. Estimativos del costo del capital accionario en el modelo APT

En el Cuadro 14 se presentan los valores estimados del costo del capital esperado por períodos, en exceso de la tasa libre de riesgo, utilizando los resultados de los Cuadros 11 y 13. Al igual que en el caso del modelo CAPM, el costo del capital accionario resultante experimenta un importante reducción entre 1994 y 1997, para todos los sectores de la

Cuadro 10. INTERVALO DE CONFIANZA

Intervalo de confianza del 80% de significancia para las primas de riesgo modelo "APT"
(Período de estimación: 1992.01 - 1997.12)

Sector	Mínimo beta	Esperado beta	Máximo beta	Mínimo CPMG	Esperado CPMG	Máximo CPMG	Mínimo CAMB	Esperado CAMB	Máximo CAMB
	11,88	13,32	14,75	-24,87	-22,42	-19,97	-1,98	0,08	2,15

Intervalo de confianza del 80% de significancia para el costo del capital accionario en el modelo "APT"
(Considerando únicamente variaciones en los coeficientes de riesgo)

Bebidas	22,80		23,24			23,67
Tabaco	20,26		20,78			21,30
Textiles y confecciones	16,27		16,74			17,21
Papel y pulpa de papel	6,33		7,23			8,13
Productos químicos y petroquímicos	6,45		6,85			7,25
Cemento	42,45		42,75			43,05
Otros productos minerales no metálicos	4,98		6,30			7,61
Siderúrgica	16,00		16,69			17,37
Metalmecánica	17,70		19,38			21,05
Artículos varios de consumo popular	28,13		28,93			29,72
Transporte aéreo	22,47		24,56			26,64
Otros serv. ofrecidos por empresas priv.	11,07		11,46			11,84
Bancos	18,13		18,28			18,43
Seguros	21,37		21,94			22,51

Intervalo de confianza del 80% de significancia para el costo del capital accionario en el modelo "APT"
(Considerando variaciones tanto en los coeficientes de riesgo como en las primas de riesgo)

Bebidas	-		23,24			27,64
Tabaco	-		20,78			24,98
Textiles y confecciones	-		16,74			22,15
Papel y pulpa de papel	-		7,23			11,94
Productos químicos y petroquímicos	-		6,85			11,47
Cemento	-		42,75			45,59
Otros productos minerales no metálicos	-		6,30			13,58
Siderúrgica	-		16,69			23,76
Metalmecánica	-		19,38			43,26
Artículos varios de consumo popular	-		28,93			36,96
Transporte aéreo	-		24,56			38,71
Otros serv. Ofrecidos por empresas priv.	-		11,46			18,45
Bancos	-		18,28			19,07
Seguros	-		21,94			29,47

Fuente: Cálculos propios.

muestra; aunque en este caso la magnitud relativa de esa reducción es menor.

B. Método de similares o "pure play"

Esta sección presenta los resultados de estimación del costo del capital sectorial mediante la técnica

del "pure play" utilizando como fuente principal de información un estudio reciente de dos de los más autorizados académicos en la materia, Eugene Fama y Kenneth French (1997).

Es preciso señalar que las estimaciones que reportan estos autores en el estudio se realizan sobre el pe-

Cuadro 11. RESULTADOS DE LAS REGRESIONES EN PERIODOS SECUENCIALES (APT)

Sector	Coeficiente de riesgo beta					Coeficiente de riesgo PMG					Coeficiente de Riesgo AMB				
	Regresiones secuenciales					Regresiones secuenciales					Regresiones Secuenciales				
	Período	Período	Promedio	Promedio	Promedio	Período	Período	Promedio	Promedio	Promedio	Período	Período	Promedio	Promedio	Promedio
	total muestra	1992-94	1995	1996	1997	total muestra	1992-94	1995	1996	1997	total muestra	1992-94	1995	1996	1997
Bebidas	0,7143	0,8265	1,1620	3,7839	5,0217	-0,6139	-0,4919	-0,4019	0,1885	0,6642	-0,4540	-0,8024	-0,5488	0,0226	-0,1011
Tabaco	0,1543	0,1195	-0,2164	0,0101	-0,3961	-0,8330	-0,7630	-1,0545	-1,0616	-1,3416	0,5870	0,0181	0,5525	0,7559	1,1636
Textiles y confecciones	1,0501	1,1338	0,9515	-0,9623	1,1441	-0,1206	0,0923	-0,2196	-1,0033	-0,4503	0,6306	0,1952	1,0248	1,1822	1,1402
Papel y pulpa de papel	-0,4113	0,2442	0,9026	1,1410	-1,9959	-0,5624	-0,1150	-0,0027	0,0202	-1,5418	1,1471	1,1236	0,8921	0,2984	0,7881
Prod. quím. y petroquím.	0,7769	1,1873	1,3445	3,0647	1,6249	0,1563	0,4412	0,2910	0,7209	0,0220	0,0851	0,3416	0,1307	0,0848	0,1963
Cemento	1,0556	0,9952	1,1322	-0,4337	-0,8068	-1,2763	-1,3557	-1,1210	-1,4117	-1,4596	0,9160	1,2015	0,4586	-0,2884	-0,3115
Otros prod. min. no met.	0,1982	1,5708	1,1020	4,2315	2,3501	-0,1582	1,0762	0,4100	0,8683	-0,0593	1,3207	0,2968	1,0851	1,0008	1,4030
Siderúrgica	-0,8478	-0,6420	-0,2560	0,7156	-0,0151	-1,2435	-1,1629	-0,9041	-0,5940	-0,8119	1,1787	1,6952	0,6574	0,0127	0,5393
Metalmecánica	-5,3860	-6,1699	-6,0879	-4,3433	-1,2541	-4,0553	-4,7321	-4,6332	-4,0459	-1,1947	2,1946	3,0209	2,1462	2,3156	2,3739
Art. var. consumo popular	-0,1978	0,0650	0,3017	1,5091	0,9342	-1,4063	-1,3731	-1,0103	-0,6728	-0,5898	0,4009	0,4793	-0,0929	0,0395	0,2432
Transporte aéreo	3,7032	-0,2948	2,6646	-0,7875	0,8245	1,0894	-0,5695	0,4470	-1,1943	-0,2893	-3,9946	-4,7992	-1,6613	0,5585	-0,9301
Otros serv. ofrec. emp. priv.	-2,1082	-2,6426	-1,0981	-2,3309	-0,4078	-1,7542	-2,2114	-1,4542	-1,7626	-0,7606	2,3886	3,3260	2,1600	0,8245	1,0769
Bancos	0,7498	0,7706	0,4861	1,9112	2,0138	-0,3717	-0,3226	-0,4915	-0,0715	-0,0036	-0,4173	-0,6180	-0,4199	-0,1757	0,0449
Seguros	-1,0017	-1,1614	-1,2669	0,4130	-1,6741	-1,5718	-1,6674	-1,7931	-1,3636	-1,8468	0,5000	0,5297	0,5556	0,6465	0,3833
Error estándar coeficiente beta					Error estándar coeficiente PMG					Error Estándar Coeficiente AMB					
Bebidas	0,4824	0,4989	0,4555	0,9759	1,2004	0,3026	0,3186	0,2654	0,3510	0,5151	0,2659	0,2959	0,2283	0,2235	0,3001
Tabaco	0,5693	0,7155	0,5616	1,4005	1,4067	0,3574	0,4578	0,3398	0,5171	0,6163	0,3338	0,4645	0,3318	0,3520	0,4013
Textiles y confecciones	0,6480	0,8742	0,7630	1,2519	1,1899	0,4024	0,5603	0,4384	0,4423	0,5155	0,3389	0,5393	0,3774	0,2913	0,2962
Papel y pulpa de papel	0,7733	1,0465	1,0219	1,6658	1,5443	0,4922	0,6828	0,6285	0,6259	0,6894	0,4607	0,6568	0,6082	0,4253	0,4503
Prod. quím. y Petroquí.	0,6571	1,0597	1,1159	1,3798	1,0178	0,4054	0,6738	0,6399	0,5052	0,4467	0,3206	0,5229	0,5363	0,3091	0,2628
Cemento	0,5328	0,8926	0,6806	0,9044	0,6614	0,3279	0,5659	0,4046	0,3285	0,2802	0,3009	0,5119	0,3452	0,2075	0,1698
Otros prod. min. no met.	1,1031	1,1662	0,9758	2,4980	3,0403	0,7032	0,7755	0,6098	0,9471	1,3614	0,6482	0,7389	0,5510	0,6393	0,8986
Siderúrgica	0,8762	1,2101	1,0534	1,3562	1,5037	0,5459	0,7729	0,6225	0,4954	0,6466	0,4539	0,6903	0,5569	0,3094	0,4140
Metalmecánica	1,6719	2,0081	2,3150	6,0678	4,1617	1,0547	1,2837	1,3824	2,2637	1,8130	1,0003	1,2914	1,3680	1,5697	1,1989
Art. var. de consumo popular	0,8014	1,1067	0,8906	1,2630	1,0440	0,5053	0,7031	0,5399	0,4770	0,4748	0,4735	0,6873	0,5341	0,3221	0,3179
Transporte aéreo	2,1285	3,9484	1,7999	1,2634	2,2186	1,3415	2,4325	1,0951	0,4627	0,9948	1,3664	2,0576	1,1023	0,3291	0,6601
Otros serv. ofrec. emp. priv.	0,8272	1,3797	1,2919	2,1201	1,2559	0,5062	0,8609	0,7369	0,7557	0,5326	0,4081	0,7458	0,6110	0,5214	0,3207
Bancos	0,3163	0,5244	0,4138	0,4996	0,4456	0,1937	0,3291	0,2433	0,1867	0,2002	0,1652	0,2734	0,1934	0,1093	0,1276
Seguros	0,5342	0,8436	0,8325	1,6107	1,0481	0,3379	0,5484	0,4955	0,6015	0,4698	0,2433	0,3885	0,3625	0,3437	0,2809
Prom. entre sect. mod. APT	0,8516	1,2339	1,0122	1,7327	1,5527	0,5340	0,7832	0,6030	0,6400	0,6826	0,4842	0,7046	0,5505	0,4252	0,4356

Fuente: Cálculos propios.

Cuadro 12. ERROR ESTANDAR DE LOS COEFICIENTES DE RIESGO EN LAS REGRESIONES SECUENCIALES (APT)

Sector	Coefficiente de riesgo beta	Coefficiente de riesgo PMG	Coefficiente de riesgo AMB
Bebidas	1,6561	0,3641	0,1953
Tabaco			0,0490
Textiles y confecciones	1,0048	0,1564	
Papel y pulpa de papel	1,7898	0,8100	
Productos químicos y petroquímicos	0,7299		
Cemento	0,7325		0,4350
Otros productos minerales no metálicos	1,2020		
Siderúrgica			0,2088
Metalmecánica	3,2758	1,8947	
Artículos varios de consumo popular			
Transporte aéreo	0,1680		0,9057
Otros servicios ofrecidos por empresas privadas	1,2042	0,5076	0,7037
Bancos	0,7057	0,1614	0,1547
Seguros	0,9688	0,1007	
Promedio entre sectores	1,2216	0,5707	0,3789

Nota: Los espacios en blanco corresponden a aquellos casos en los cuales la desviación estándar de la serie de tiempo del coeficiente es inferior al error estándar del coeficiente en la regresión para el período 1992,01-1997,12.

Fuente: Cálculos propios.

Cuadro 13. ESTIMACIONES DE LAS PRIMAS DE RIESGO (APT) EN REGRESIONES SOBRE PERIODOS SECUENCIALES

Períodos muestrales	Beta		PMG		AMB	
	Prima de riesgo	Error estándar prima de riesgo	Prima de riesgo	Error estándar prima de riesgo	Prima de riesgo	Error estándar prima de riesgo
Período total de la muestra (1992.01-1997.1)	0,13317	0,0143	-0,22420	0,0245	0,00084	0,0206
Período 1992.01-1994.12	0,41703	0,0284	-0,72882	0,0441	-0,00258	0,0334
Promedio 1995	0,33145	0,0253 ^a	-0,55180	0,0390 ^a	0,01655	0,0292 ^a
Promedio 1996	0,18297	0,0194 ^a	-0,30669	0,0314 ^a	0,02652	0,0253 ^a
Promedio 1997	0,13467	0,0156 ^a	-0,22184	0,0262 ^a	0,01706	0,0221 ^a
Verdadero error estándar de la prima de riesgo		0,0895 ^a		0,1516 ^a		

^a Promedios simples de los 12 estadísticos mensuales.

Fuente: Cálculos propios.

ródodo 1963.07-1994.12. Si bien en ese estudio se reportan estadísticos que también indican una alta variabilidad en el tiempo de los coeficientes de riesgo y de las primas de riesgo de los modelos CAPM y APT, para la economía norteamericana, infortunadamente los resultados para subperíodos

específicos no están incluidos en el trabajo. Aún si se hubiesen incluido, debido al período de la muestra utilizada, que tan solo se extiende hasta 1994, no podrían compararse con los estimativos de la sección anterior para los años 1994-1997. Por este motivo, en estricto rigor dichos resultados solamente

son comparables con los que se reportaron en la primera sección de este trabajo para un horizonte de largo plazo.

El citado trabajo estima betas para toda la economía utilizando el CAPM y una versión del APT. Según las ecuaciones 1, 3, o 16, este beta multiplica a una prima de riesgo del mercado (market risk premium), que inicialmente supondremos igual a 8.3%²⁰ (derivada del estudio de Ibbotson y Sinquefeld (1989)), de acuerdo con los parámetros internacionales. A este producto se le suma la tasa libre de riesgo²¹ (véase la ecuación (16)) y se obtiene un estimativo del costo del capital accionario con su respectivo intervalo de confianza (alfa=0,2) (Cuadro 15).

Este costo tenderá a cambiar en la medida en que se ajuste el beta por el grado de apalancamiento del proyecto o de la empresa. Desafortunadamente, el estudio de Fama y French no trae la información para hacer estos ajustes y poder trabajar con el beta desapalancado. Para subsanar esta situación, se to-

maron los datos de estructura patrimonial de las empresas no financieras de 25 sectores de la economía americana reportados por Bradley, Jarrell y Kim (1984)²². Con esta información se procedió a desapalancar el beta de Fama y French y a apalancarlo nuevamente con base en los datos propios de los sectores colombianos (Cuadros 16A-16B), de acuerdo con la muestra de empresas de la Superintendencia Nacional de Valores. Así se obtuvo el estimativo del costo del capital accionario sectorial en Colombia²³.

Con este resultado y con un estimativo del costo del endeudamiento, se procedió a estimar el costo promedio ponderado del capital (WACC o weighted average cost of capital). Para tener una idea de lo que puede ser el costo del endeudamiento debe tenerse en cuenta que la DTF promedio durante 1996 fue de 31 % y la tasa promedio de colocación del sistema financiero fue del 42%. Los números reportados (Cuadros 17A-17B) como el costo del pasivo se encuentran dentro de este rango²⁴. Nótese que el costo del capital accionario se convirtió a térmi-

²⁰ Esta prima de riesgo del mercado corresponde al promedio simple de la diferencia entre el rendimiento de mercado y el de los T-Bills. Por lo tanto, corresponde a una prima de corto plazo (un año), y la tasa de descuento construida debería aplicarse a flujos del mismo horizonte. La diferencia promedio entre el mercado y los bonos a diez años es de 7,3%, y cuando se usa el rendimiento de los bonos a veinte años el promedio de esa prima es de 6,8%. Así, con esta información se puede, interpolando, construir una prima de riesgo diferente según el horizonte temporal de cada flujo, que es lo más conveniente. Utilizar una misma tasa de descuento para todo el proyecto implica suponer un riesgo creciente exponencialmente a través del tiempo (Patterson, 1995; Trigeorgis, 1997). Este puede ser un supuesto válido para cierto tipo de proyectos pero no para otros. Más adelante volveremos a tratar este tema de la prima de riesgo del mercado, cuando se tomen los datos del caso colombiano.

²¹ Actualmente la tasa de los TES del Gobierno y las OMAS del Banco de la República implican una tasa real de interés del orden del 8%. Sin embargo, el promedio histórico de la tasa de interés real durante el período 1950-1996 es del orden del 4%. Por lo anterior se tomó una tasa libre de riesgo del 6% en las estimaciones que siguen en esta sección.

²² El Cuadro 1 de los mencionados autores trae la relación de Deuda (B) a deuda más patrimonio ($B+S$). Para obtener la expresión que necesitamos, B/S , se dividen numerador y denominador de $B/S+B$ por S . De allí resulta que $(B/S)/(1+B/S)=x$, donde x es el valor reportado en la tabla. Así, resulta que $B/S= x/1-x$. Adicionalmente, si algún sector específico no aparece en la tabla de Bradley et.al. se tomó como fuente Los datos de Rajan y Zingales (1995).

²³ Como se mencionó en el capítulo anterior, se supone que el sector del cual se toma el beta es comparable con el sector al cual se aplica. Una forma de verificar este supuesto es mediante la construcción del cociente entre los ingresos operacionales al total de ingresos de un sector. En el Anexo 1 se reporta el valor de este cociente para los diferentes sectores, observándose que su valor es superior al 73% en todos los casos.

²⁴ El costo del pasivo se calculó a partir del modelo de precios de opciones. Concretamente, se utilizó la ecuación (20A), donde se ve que dicho costo es igual a los intereses pagados sobre el valor de mercado de la deuda. En la siguiente sección se describirá este cálculo.

Cuadro 14. COSTO DEL CAPITAL ACCIONARIO POR PERIODOS (APT)

Sector	Coeficiente de riesgo beta				
	Período total muestra	Período 1992-94	Regresiones secuenciales		
			Promedio 1995	Promedio 1996	Promedio 1997
Bebidas	0,2324	0,7053	0,5978	0,6351	0,5272
Tabaco	0,2078	0,6059	0,5193	0,3475	0,2641
Textiles y confecciones	0,1674	0,4051	0,4535	0,1630	0,2734
Papel y pulpa de papel	0,0723	0,1828	0,3154	0,2105	0,0867
Productos químicos y petroquímicos	0,0685	0,1727	0,2873	0,3419	0,2173
Cemento	0,4275	1,4000	1,0014	0,3459	0,2098
Otros productos minerales no metálicos	0,0630	-0,1301	0,1570	0,5345	0,3536
Siderúrgica	0,1669	0,5754	0,4249	0,3135	0,1873
Metalmecánica	0,1938	0,8680	0,5743	0,5076	0,1366
Artículos varios de consumo popular	0,2893	1,0266	0,6559	0,4835	0,2608
Transporte aéreo	0,2456	0,3045	0,6090	0,2370	0,1594
Otros servicios ofrecidos por empresas privadas	0,1146	0,5011	0,4742	0,1360	0,1322
Bancos	0,1828	0,5580	0,4253	0,3670	0,2728
Seguros	0,2194	0,7295	0,5787	0,5109	0,1908
Promedio entre sectores	0,1894	0,5646	0,5053	0,3667	0,2337

Fuente: Cálculos propios.

nos nominales, ajustando el valor real por las expectativas de inflación del 18%.

Hasta el momento se ha utilizado principalmente información internacional para calcular el costo del capital de los sectores colombianos, siendo únicamente los datos ajustados por el apalancamiento de los sectores en Colombia. Cabe preguntarse si a estos resultados habría que sumarse alguna prima de riesgo país, tal vez para incorporar algún tipo de riesgo cambiario o de riesgo de seguridad. En principio la respuesta es no, ya que estos son riesgos específicos que son diversificables. Por ejemplo, el riesgo cambiario se compensa mediante mecanismos diseñados específicamente para ello (futuros, opciones, composición del portafolio²⁵). El riesgo en el país se compensa ajustando el portafolio de inversiones internacionales (véase el Cap. 10 de Patterson, op.cit.o el Cap. 7 de Ehrhardt).

Todos esos riesgos son incorporados en la información de mercado, capturada en la prima de riesgo de mercado. Por ello lo apropiado sería trabajar con esta prima específica de la economía colombiana, en lugar de trabajar con el 6% - 8% del estudio de Ibbotson y Asociados. Trabajaremos con el 9.8% de prima de riesgo estimada en secciones anteriores de este trabajo²⁶, para todo el período muestral 1992.01-1997.12.

Cuando se revisan los estimativos con esta prima de riesgo del mercado aumentan ligeramente los órdenes de magnitud (Cuadros 16B y 17B) del costo del capital sectorial. Nótese que en casi todos los

²⁵ Si bien en Colombia no existen mercados de futuros, sí existen instrumentos que permiten cubrir el riesgo cambiario, como son las operaciones "forward".

Cuadro 15. BETAS Y COSTO DEL CAPITAL ACCIONARIO EN TERMINOS REALES CALCULADO CON BASE EN EL ESTUDIO DE FAMA-FRENCH (Betas estimados para toda la muestra 1963.07 - 1994.12)

Sector	beta ^a	Intervalo de confianza ^b		Costo del capital ^c	Intervalo de confianza ^d	
Agricultura	1,00	0,68	1,32	14,3	11,7	16,9
Petróleo y gas natural	0,85	0,62	1,08	13,1	11,1	15,0
Carbón	0,96	0,74	1,18	14,0	12,2	15,8
Oro	0,78	0,26	1,30	12,5	8,1	16,8
Minería no metálica	0,98	0,76	1,20	14,1	12,3	15,9
Alimentos	0,87	0,74	1,00	13,2	12,2	14,3
Bebidas alcohólicas	0,92	0,64	1,20	13,6	11,3	16,0
Tabaco	0,80	0,65	0,95	12,6	11,4	13,9
Textiles	1,12	1,11	1,13	15,3	15,2	15,4
Calzado	1,24	1,06	1,42	16,3	14,8	17,8
Papel	1,11	1,10	1,12	15,2	15,1	15,3
Imprentas y editoriales	1,17	0,98	1,36	15,7	14,1	17,3
Químicos	1,09	1,04	1,14	15,0	14,6	15,5
Caucho y plástico	1,21	1,11	1,31	16,0	15,2	16,9
Siderúrgica	1,16	1,13	1,19	15,6	15,4	15,9
Fabr. productos diversos	1,31	0,99	1,63	16,9	14,2	19,6
Construcción	1,28	1,15	1,41	16,6	15,6	17,7
Artículos consumo popular	1,11	0,96	1,26	15,2	14,0	16,4
Vehículos	1,01	0,87	1,15	14,4	13,3	15,5
Comercializadoras	1,15	1,01	1,29	15,5	14,3	16,7
Transporte	1,21	1,11	1,31	16,0	15,2	16,9
Comunicaciones	0,66	0,48	0,84	11,5	10,0	12,9
Hoteles, moteles y similares	1,32	1,03	1,61	17,0	14,5	19,4
Bancos	1,09	0,94	1,24	15,0	13,8	16,3
Cías. financiamiento cial.	1,16	1,02	1,30	15,6	14,5	16,8
Seguros	1,01	0,92	1,10	14,4	13,6	15,1
Corpor. de ahorro y vivienda	1,23	1,10	1,36	16,2	15,1	17,3

^a Fama-French (1997). Cuadro 2, excepto el beta de CAVS obtenido de Patterson ajustado para hacerlo comparable con el resto de la serie.

^b Calculado para un 80% de confiabilidad= [1] más o menos 1,28*desviación estándar de Fama-French.

^{c, d} Beta* 0,083 + 0,06.

Fuente: Fama-French (1997).

²⁶ Debe tenerse en cuenta que el único otro punto de referencia es un estudio de Mora (1996) en donde se estima una prima de riesgo del mercado colombiano del orden del 18%, para el período 1984.1-1996.2. Recuérdese que, según los resultados de la primera sección de este capítulo, el valor estimado de la prima de riesgo para 1996 era, en promedio, del 16%. En el trabajo de Mora(1996) se tomó una definición de rendimiento del mercado más restringida que la empleada en el presente documento. Adicionalmente, el período muestral del presente estudio es más homogéneo, por incluir únicamente la etapa de integración financiera de la economía colombiana con el resto del mundo de la presente década. Como se mostró en la primera sección de este capítulo, la prima de riesgo ha experimentado una drástica caída desde 1992 hasta 1997.

sectores el costo del capital accionario supera el del endeudamiento.

C. Método del mecanismo de fijación de precios de opciones

1. Estimación e identificación de problemas

Se utilizarán las ecuaciones 20A, 20B y 20C para estimar el costo de la deuda, el costo del capital accionario y el costo ponderado del capital respec-

Cuadro 16A. BETAS Y COSTO DEL CAPITAL ACCIONARIO AJUSTADO POR EL APALANCAMIENTO CON BASE EN EL ESTUDIO DE FAMA-FRENCH (Betas estimados para toda la muestra 1963.07 - 1904.12)

Sector	[1] Beta	[2] Deb/equity	[3] Beta no apalancado	[4] Pasivos/ patrimonio	[5] Beta apalancado	[6] Costo del capital
Agricultura ^a	1,00	0,33	0,82	0,35	1,01	14,4
Petróleo y gas natural	0,85	0,29	0,71	0,99	1,17	15,7
Carbón ^b	0,96	0,55	0,71	0,99	1,16	15,6
Oro ^c	0,78	0,53	0,58	0,73	0,86	13,1
Minería no metálica ^c	0,98	0,53	0,73	0,73	1,07	14,9
Alimentos	0,87	0,26	0,74	0,30	0,89	13,4
Bebidas alcohólicas ^b	0,92	0,40	0,73	0,36	0,90	13,5
Tabaco ^b	0,80	1,06	0,47	0,16	0,52	10,3
Textiles	1,12	0,48	0,85	0,62	1,20	15,9
Calzado	1,24	0,35	1,01	0,94	1,63	19,5
Papel	1,11	0,41	0,88	0,29	1,04	14,7
Imprentas y editoriales	1,17	0,18	1,05	0,41	1,32	17,0
Químicos	1,09	0,34	0,89	0,85	1,39	17,5
Caucho y plástico	1,21	0,48	0,92	0,65	1,31	16,9
Siderúrgica	1,16	0,62	0,83	1,24	1,49	18,4
Fabr. productos diversos	1,31	0,33	1,08	0,42	1,37	17,4
Construcción	1,28	0,31	1,06	1,30	1,96	22,3
Artículos consumo popular	1,11	0,53	0,83	0,45	1,07	14,9
Vehículos	1,01	0,37	0,81	1,10	1,39	17,6
Comercializadoras ^a	1,15	0,33	0,95	0,17	1,05	14,7
Transporte	1,21	0,89	0,77	4,40	2,96	30,6
Comunicaciones	0,66	1,04	0,39	0,19	0,44	9,7
Hoteles, moteles y similares ^b	1,32	1,03	0,79	0,17	0,88	13,3
Bancos	1,09	0,00		1,09	1,09	15,0
Cías. financiamiento comercial	1,16	0,00		1,16	1,16	15,6
Seguros	1,01	0,00		1,01	1,01	14,4
Corpor. de ahorro y vivienda	1,23	0,00		1,23	1,23	16,2

[1] Fama-French (1997).

[2] La fuente de todas las relaciones de apalancamiento de los distintos sectores la industria americana es Bradley, Jarrell y Kim (1984), excepto por lo señalado en las siguientes notas.

[3] $[1]/(1+[2]*0,65)$

[4] Cálculos con información de la Superintendencia de Valores.

[5] $[3]*(1+[4]*0,65)$

[6] $[5]*0,083 + 0,06$

^a La fuente del Debito to Equity es Rajan y Zingales (1995) y corresponde a la mediana de las empresa no financieras de los Estados Unidos.

^b La fuente de la relación de apalancamiento es Marketguide. Ver muestra de empresas en el anexo.

^c Se tomó como relación de apalancamiento la misma del carbón.

Fuente: Cálculos propios.

Cuadro 16B. BETAS Y COSTO DEL CAPITAL ACCIONARIO AJUSTADO POR EL APALANCAMIENTO Y LA PRIMA DE RIESGO DEL MERCADO EN COLOMBIA CON BASE EN EL ESTUDIO DE FAMA-FRENCH (Betas estimados para toda la muestra 1963.06 - 1994.12)

Sector	[1] Beta	[2] Deb/equity	[3] Beta no apalancado	[4] Pasivos/ patrimonio	[5] Beta apalancado	[6] Costo del capital
Agricultura ^a	1,00	0,33	0,82	0,35	1,01	0,0
Petróleo y gas natural	0,85	0,29	0,71	0,99	1,17	0,0
Carbón ^b	0,96	0,53	0,72	0,99	1,18	0,0
Oro ^c	0,78	0,53	0,58	0,73	0,86	0,0
Minería no metálica ^c	0,98	0,53	0,73	0,73	1,07	0,0
Alimentos	0,87	0,26	0,74	0,30	0,89	0,0
Bebidas alcohólicas ^b	0,92	0,30	0,77	0,36	0,95	0,0
Tabaco ^b	0,80	0,79	0,53	0,16	0,58	0,0
Textiles	1,12	0,48	0,85	0,62	1,20	0,0
Calzado	1,24	0,35	1,01	0,94	1,63	0,0
Papel	1,11	0,41	0,88	0,29	1,04	0,0
Imprentas y editoriales	1,17	0,18	1,05	0,41	1,32	0,0
Químicos	1,09	0,34	0,89	0,85	1,39	0,0
Caucho y plástico	1,21	0,48	0,92	0,65	1,31	0,0
Siderúrgica	1,16	0,62	0,83	1,24	1,49	0,0
Fabr. productos diversos	1,31	0,33	1,08	0,42	1,37	0,0
Construcción	1,28	0,31	1,06	1,30	1,96	0,0
Artículos consumo popular	1,11	0,53	0,83	0,45	1,07	0,0
Vehículos	1,01	0,37	0,81	1,10	1,39	0,0
Comercializadoras ^a	1,15	0,33	0,95	0,17	1,05	0,0
Transporte	1,21	0,89	0,77	4,40	2,96	0,0
Comunicaciones	0,66	1,04	0,39	0,19	0,44	0,0
Hoteles, moteles y similares ^b	1,32	1,18	0,75	0,17	0,83	0,0
Bancos	1,09	0,00		1,09	1,09	0,0
Cias financiamiento comercial	1,16	0,00		1,16	1,16	0,0
Seguros	1,01	0,00		1,01	1,01	0,0
Corpor. de ahorro y vivienda	1,23	0,00		1,23	1,23	0,0

[1] Fama-French (1997).

[2] La fuente de todas las relaciones de apalancamiento de los distintos sectores la industria americana es Bradley, Jarrell y Kim (1984) excepto por lo señalado en las siguientes notas.

[3] $[1]/(1+[2]*0,65)$

[4] Cálculos con información de la Superintendencia de Valores.

[5] $[3]*(1+[4]*0,65)$

[6] $[5]*0,098 + 0,06$

^a La fuente del Debito to Equity es Rajan y Zingales (1995) y corresponde a la mediana de las empresa no financieras de los Estados Unidos.

^b La fuente de la relación de apalancamiento es Marketguide, Ver muestra de empresas en el anexo.

^c Se tomó como relación de apalancamiento la misma del carbón.

Fuente: Cálculos propios.

Cuadro 17A. COSTO PROMEDIO PONDERADO DEL CAPITAL (WACC) EN TERMINOS NOMINALES

Sector	[1] B/S+B	[2] Costo pasivo	[3] S/S+B	[4] Costo capital accionario	[5] Costo ponderado WACC
Agricultura ^a	45,2	35,9	54,8	35,0	35,4
Petróleo y gas natural	41,7	35,0	58,3	36,6	35,9
Carbón ^b	41,4	35,0	58,6	36,5	35,9
Oro ^c	36,7	35,5	63,3	33,5	34,2
Minería no metálica ^c	42,2	35,5	57,8	35,6	35,6
Alimentos	42,7	34,4	57,3	33,8	34,1
Bebidas alcohólicas ^b	42,2	33,1	57,8	33,9	33,6
Tabaco ^b	32,1	32,9	67,9	30,2	31,1
Textiles	46,0	37,0	54,0	36,8	36,9
Calzado	50,2	33,8	49,8	41,0	37,4
Papel	46,7	38,0	53,3	35,3	36,6
Imprentas y editoriales	51,1	34,8	48,9	38,0	36,4
Químicos	47,1	35,6	52,9	38,6	37,2
Caucho y plástico	47,9	36,6	52,1	37,9	37,3
Siderúrgica	45,3	34,6	54,7	39,7	37,4
Fabr. productos diversos	51,8	36,0	48,2	38,5	37,2
Construcción	51,5	36,3	48,5	44,3	40,2
Artículos consumo popular	45,2	32,1	54,8	35,5	34,0
Vehículos	44,8	37,5	55,2	38,7	38,2
Comercializadoras ^a	48,6	33,8	51,4	35,4	34,6
Transporte	43,4	35,9	56,6	54,1	46,2
Comunicaciones	28,2	37,0	71,8	29,4	31,6
Hoteles, moteles y similares ^b	44,2	36,2	55,8	33,7	34,8
Bancos	52,2	35,0	47,8	35,8	35,4
Cías financiamiento comercial	53,7	35,0	46,3	36,4	35,7
Seguros	50,2	35,0	49,8	35,0	35,0

[1] y [3] Cálculos con base en muestra Supervalores

B Pasivos

S Patrimonio

[2] Calculado con base en el mecanismo de precios de opciones descrito más adelante

[4] Calculado con base en la columna [6] del cuadro anterior ajustado por expectativas

[5] $[1]*[2]+[3]*[4]$

^a La fuente del Debito to Equity es Rajan y Zingales (1995) y corresponde a la mediana de las empresa no financieras de los Estados Unidos.

^b La fuente de la relación de apalancamiento es Marketguide, Ver muestra de empresas en el anexo.

^c Se tomó como relación de apalancamiento la misma del carbón.

Fuente: Cálculos propios.

tivamente. El punto de mayor complejidad analítica, que se convierte en el momento de la aplicación en uno de los parámetros de mayor sensibilidad, es el cálculo del valor de mercado de la deuda. Sin embargo los estimativos reportados en el Cuadro 17A permiten intuir que se han obtenido resultados no

alejados de la realidad. El supuesto de Hsia de que hay un valor "permanente" del endeudamiento y de que el pago anual observado de esa perpetuidad se convierte en un bono cero-cupón implica que esa anualidad se acumula al futuro durante n períodos. El número de períodos varía en cada caso y está

Cuadro 17B. COSTO PROMEDIO PONDERADO DEL CAPITAL (WACC) EN TERMINOS NOMINALES Y LA PRIMA DE RIESGO DEL MERCADO EN COLOMBIA

Sector	[1] B/S+B	[2] Costo pasivo	[3] S/S+B	[4] Costo capital accionario	[5] Costo ponderado WACC
Agricultura ^a	0,41	0,36	0,59	0,3677	36,4
Petróleo y gas natural	0,45	0,35	0,55	0,3866	37,0
Carbón ^b	0,39	0,35	0,61	0,3868	37,2
Oro ^c	0,35	0,36	0,65	0,3497	35,2
Minería no metálica ^c	0,40	0,36	0,60	0,3751	36,7
Alimentos	0,43	0,34	0,57	0,3537	35,0
Bebidas alcohólicas ^b	0,43	0,33	0,57	0,3607	34,8
Tabaco ^b	0,36	0,33	0,64	0,3184	32,2
Textiles	0,44	0,37	0,56	0,3891	38,1
Calzado	0,47	0,34	0,53	0,4388	39,1
Papel	0,47	0,38	0,53	0,3714	37,5
Imprentas y editoriales	0,49	0,35	0,51	0,4039	37,6
Químicos	0,48	0,36	0,52	0,4110	38,5
Caucho y plástico	0,46	0,37	0,54	0,4022	38,6
Siderúrgica	0,45	0,35	0,55	0,4236	38,8
Fabr. productos diversos	0,48	0,36	0,52	0,4093	38,6
Construcción	0,50	0,36	0,50	0,4777	42,0
Artículos consumo popular	0,44	0,32	0,56	0,3743	35,1
Vehículos	0,47	0,38	0,53	0,4121	39,5
Comercializadoras ^a	0,45	0,34	0,55	0,3724	35,7
Transporte	0,42	0,36	0,58	0,5934	49,4
Comunicaciones	0,32	0,37	0,68	0,3019	32,4
Hoteles, moteles y similares ^b	0,39	0,36	0,61	0,3467	35,3
Bancos	0,83	0,35	0,17	0,3768	35,5
Cias. financiamiento comercial	0,86	0,35	0,14	0,3849	35,5
Seguros	0,50	0,35	0,50	0,3676	35,9
Corpor. de ahorro y vivienda	0,92	0,35	0,08	0,3930	35,3

[1] y [3] Cálculos con base en muestra Supervalores.

B Pasivos.

S Patrimonio.

[2] Calculado con base en el mecanismo de precios de opciones descrito más adelante.

[4] Calculado con base en la columna [6] del cuadro 16A ajustado por expectativas de inflación (18).

[5] [1]*[2]+[3]*[4]

^a La fuente del Debito to Equity es Rajan y Zingales (1995) y corresponde a la mediana de las empresa no financieras de los Estados Unidos.

^b La fuente de la relación de apalancamiento es Marketguide, Ver muestra de empresas en el anexo.

^c Se tomó como relación de apalancamiento la misma del carbón.

Fuente: Cálculos propios.

determinado por la tasa de interés efectiva pagada por cada sector. Este valor futuro se descuenta al presente con base en lo expresado en el capítulo anterior.

Los resultados (Cuadro 18) son sorprendentes, ya que el costo del capital así estimado es casi del doble del estimado por el método de similares en todos los casos. Los resultados son iguales, indepen-

Cuadro 18. COSTO DE LA DEUDA DEL CAPITAL ACCIONARIO Y COSTO PONDERADO DEL CAPITAL UTILIZANDO EL MECANISMO DE PRECIOS DE OPCIONES
(Tasas nominales, sin ajuste por el sesgo de Black-Scholes)

Sector	Intereses pag/oblig fin	1996			1995		
		Costo pasivo	Costo accionario	Costo capital	Costo pasivo	Costo accionario	Costo capital
Agrícola	28	35,9	82,8	77,1	35,9	81,5	74,8
Fondos ganaderos	28	33,4	85,5	84,0	34,0	86,9	85,3
Extracción de pretróleo, gas y carbón	27	35,0	77,9	70,4	38,4	84,0	64,9
Oro y otros minerales no ferrosos	29	35,5	77,2	66,4	35,6	78,5	69,2
Alimentos	21	34,4	79,3	74,6	35,3	81,3	75,9
Bebidas	16	33,1	80,3	77,9	33,5	80,4	77,6
Tabaco	34	32,9	84,4	83,0	33,4	83,9	82,2
Textiles y confecciones	47	37,0	81,2	68,1	37,2	81,9	70,2
Calzado y otros artículos de cuero	34	33,8	73,8	65,7	34,0	74,4	66,2
Madera y corcho	6	32,6	72,2	66,5	33,3	72,3	64,2
Papel y pulpa de papel	34	38,0	89,3	84,9	35,6	82,5	77,2
Imprentas y editoriales	29	34,8	79,7	74,3	37,5	84,1	74,6
Productos químicos y petroquímicos	24	35,6	77,8	67,8	35,5	77,0	65,4
Caucho y plástico	42	36,6	81,7	72,8	36,4	79,6	67,8
Vidrio y productos de vidrio	28	33,7	74,8	68,1	33,5	76,4	71,7
Cemento	13	33,0	81,3	79,2	34,7	85,5	82,9
Otros productos minerales	46	36,5	89,2	86,7	32,7	77,3	74,4
Siderúrgica	37	34,6	74,8	64,1	34,8	75,2	64,2
Metalmecánica	32	36,2	78,2	60,7	36,0	77,5	59,9
Sofasa	36	34,6	76,4	68,4	35,8	78,5	68,6
Fabricación de productos diversos	33	36,0	81,5	74,4	36,9	82,3	72,9
Electricidad	1	31,8	90,0	89,7	31,9	86,5	85,9
Distribución de gas y otros combustibles	24	34,8	77,6	70,5	34,5	76,9	70,1
Acueducto	36	36,9	88,6	48,8	35,4	77,2	53,8
Edificación de vivienda	12	33,1	72,6	65,7	32,8	71,3	64,2
Obras civiles	44	36,4	79,2	58,1	36,9	81,2	57,3
Otras construcciones	66	39,4	96,6	92,3	39,8	95,6	90,1
Artículos varios de consumo popular	20	32,1	80,4	78,9	32,0	82,7	81,6
Vehículos diversos y repuestos	25	37,5	81,8	66,2	35,5	76,4	57,6
Comercializadoras de otros artículos	25	33,8	82,2	79,6	36,2	86,2	82,0
Transporte aéreo	26	32,8	69,0	53,3	32,8	69,3	51,4
Transporte terrestre	57	38,9	87,7	58,5	37,1	81,2	58,3
Comunicaciones	16	37,0	85,9	81,5	33,1	75,8	71,5
Clínicas	7	32,2	84,9	84,0	36,1	84,3	79,2
Otros servicios de salud privados	46	35,5	76,9	55,2	36,8	80,9	57,0
Hoteles, moteles y similares	12	36,2	93,1	91,7	34,0	89,0	87,6
Universidades	54	35,6	78,7	69,9	33,6	77,3	72,9
Centrales de abastos	31	35,2	78,6	71,3	34,5	77,4	70,9
Centros de convenciones y exposiciones	2	32,3	88,1	87,5	32,3	n.d.	n.d.
Otros serv. ofrecidos por empresas privadas	52	35,7	82,4	76,9	35,8	83,9	79,2
Promedio	28,7	35,0	81,3	72,9	80,4	71,3	71,3
Mediana	28,5	35,0	80,8	72,1	80,9	71,5	71,5

Fuente: Cálculos propios.

dientemente del año (1995 o 1996) con que se hubiese hecho la estimación.

La aplicación práctica de estos modelos de finanzas en tiempo continuo, entre los que se cuenta el modelo Black-Scholes, ha sido una tarea ardua y con dificultades de parte de académicos y profesionales de las finanzas. Merton (1990), que es uno de los principales gestores de esta teoría, afirma que la utilidad y la validación empírica de estos modelos está aun en etapas de desarrollo.

Por ejemplo, se ha detectado que las fórmulas de fijación de opciones tienen sesgos sistemáticos que han dado lugar al modelaje econométrico de estos errores, definidos éstos como la diferencia entre el precio de mercado y el proyectado por el modelo (Renault, 1997). Diversos estudios han cuantificado el sesgo en la fórmula Black-Scholes (MacBeth y Merville, 1979) y al comparar este modelo con metodologías alternativas de determinación de precios de opciones se obtiene una reducción significativa de los errores (Bakshi, Cao y Chen, 1997). Por ejemplo, en la Tabla 3 de MacBeth y Merville se observa que para algunas acciones como la de ATT, la diferencia entre el precio observado de la opción de compra y el proyectado por el modelo Black-Scholes puede llegar en promedio al 16% (como porcentaje del precio BS) con una desviación estándar de .16; para la acción de IBM la diferencia promedio es del 18% con una desviación estándar de 0.16. Así, se ve que, al construir un intervalo de confianza significativo al 0,05, resulta que las diferencias entre el valor real y el proyectado pueden ascender al 50%.

En otro trabajo, Bakshi, Cao y Chen (1997), calculan los errores provenientes del modelo Black-Scholes con aquellos de mecanismos alternativos²⁷, obteniéndose reducciones significativas. Por ejemplo, en la tabla 5 de los mencionados autores se observa

el error de proyección, en valor absoluto, de cuatro modelos de determinación de precios de opciones. En todos los casos el modelo BS produce el error más grande, y su tamaño varía con el tiempo de vencimiento de la opción. Por ejemplo, en opciones con menos de 60 días de vencimiento, el modelo BS arroja errores que son más del doble del error producido por el modelo más preciso. En promedio, el error se puede reducir en un 79%. Cuando el plazo de vencimiento de la opción aumenta, por ejemplo en aquellas de 180 días o más de vencimiento, este porcentaje aumenta a casi 125%. Esto coincide con lo descrito en los textos de finanzas (Hull, 1993) de acuerdo con lo cual el sesgo aumenta con el tiempo de vencimiento de la opción. En la misma tabla 5 de Bakshi, Cao y Chen, se presenta el error (la diferencia entre el precio proyectado por el modelo y el precio de mercado) como porcentaje del precio real de mercado, observándose que para el modelo BS puede llegar hasta un máximo de 83%.

Teniendo en cuenta que las opciones cuyos precios se estimaron en el presente trabajo tienen plazos de vencimiento que llegan a varios años, es de esperarse un sesgo significativo. Con base en los dos estudios en los que se cuantifican estos sesgos para el modelo BS, podemos suponer que los resultados aquí obtenidos sobrestiman el verdadero costo del capital en una proporción que puede estar entre el 50% y el 100%.

²⁷ Con posterioridad al desarrollo Black-Scholes, se avanzó el tema de fijación de precios de opciones en varias direcciones. De una parte, Merton (1976) consideró el caso en el que el precio de la acción no es un proceso continuo, sino que tiene cambios abruptos, con distribución probabilística de Poisson. Con lo anterior se introduce una fuente adicional de riesgo. De otra parte, Hull y White (1987) introducen una volatilidad estocástica, ya que la del modelo BS original es determinística. En el trabajo original de estos autores la volatilidad era función del precio. En estos modelos alternativos, las expresiones para los precios de las opciones son distintas y más complejas que las de BS.

2. Verificación del sesgo de la metodología Black-Scholes (BS)

Hay dos formas de comprobar la existencia del sesgo del modelo BS, documentado en la literatura internacional antes citada, para nuestro caso: de una parte, se puede aprovechar la relación de paridad entre el put y el call (put-call parity) para ver qué tan distante se encuentra el precio estimado de ella. En segunda instancia se puede estimar el precio del call con un modelo alternativo, a costa de mayor complejidad, y se puede examinar la relación entre el precio proyectado por ambos modelos.

a. La relación de paridad put-call (put-call parity)

Basándose en la idea de que los mercados funcionan eficientemente y por lo tanto no existen posibilidades de arbitraje, se puede demostrar que la siguiente relación de paridad debe cumplirse (Hull, 1993 pg. 163)

$$c + Xe^{-rT} = p + S \quad (21)$$

Esta ecuación establece que el valor de un call con un precio de ejercicio cierto puede derivarse del precio del put con el mismo precio de ejercicio y plazo de vencimiento.

Puesto que el precio del put (europeo) viene dado por la ecuación (14) (Hull, op.cit. pg. 225)

$$p = Xe^{-rT} N(-d_2) - SN(-d_1) \quad (22)$$

procedemos a derivar el precio implícito del call en la relación de arbitraje. Dicho ejercicio se hizo para cada uno de los sectores reportados en el cuadro y en todos, el precio del call implícito fue menor que el precio calculado por la fórmula BS directamente. La relación entre ambas variables tuvo un promedio de 0,85 con una desviación estándar de 0,19, cuando se tomaron los datos correspondientes a 1996. Para 1995 los dos estadísticos fueron 0,85 y 0,15 respectivamente.

b. Modelo de fijación de precios de Cox-Ross

El modelo de Cox-Ross (1976) es una de las variantes del Black-Scholes con la volatilidad estocástica. Se escogió ésta por ser la de más fácil aplicación, y no se entrará a discutir su derivación ni sus supuestos. Los autores suponen que la volatilidad del precio viene dada por σS^α , por lo que se conoce como un modelo de elasticidad constante de la varianza (constant elasticity of variance). En el caso particular cuando $\alpha=1$, resulta que el precio del call viene dado por (Hull, pg. 453):

$$c = (S - Xe^{-rT}) N(y_1) + (S - Xe^{-rT}) N(y_2) + v [n(y_1) + n(y_2)] \quad (23)$$

con:

$$V = \sigma \sqrt{\frac{1 - e^{-2rT}}{2r}}$$

$$y_1 = \frac{S - Xe^{-rT}}{V}$$

$$y_2 = \frac{-S - Xe^{-rT}}{V}$$

$$n(y) = \frac{1}{\sqrt{2\pi}} e^{-y^2/2}$$

Utilizando este modelo de determinación de precios de opciones y al dividirlo por el precio estimado mediante BS, se obtuvo una media de 0,89 para la relación en todos los sectores cuando se hizo el ejercicio para 1996, mientras que para 1995 el estadístico fue de 0,93. Las desviaciones estándar fueron de 0,23 y 0,24 respectivamente.

3. Ajuste de los resultados por el sesgo en Black Scholes

Los resultados de la sección anterior no permiten rechazar la hipótesis de que en el presente ejercicio el modelo BS tiende a sobrestimar el precio de la opción. En línea con los resultados de la literatura

internacional, no parecería demasiado arriesgado trabajar con un factor de ajuste del 70%²⁸, dados los plazos tan largos de las opciones cuyo precio se estima. Al ajustar los cálculos por este factor, resulta una cifra del costo del capital muy parecida a la obtenida mediante la metodología de similares utilizando, bien sea la prima de riesgo del mercado estimada por Mora (1996), o la estimada en el presente trabajo para el año de 1996, en el caso del modelo CAPM. Los resultados se muestran en el Cuadro 19.

De todas maneras, estos resultados deben tomarse con cautela, ya que todos los modelos de fijación de precios de opciones tienen algún problema de especificación en el momento de su aplicación. En algunos casos el problema es más severo que en otros, y para opciones con largo plazo de vencimiento, se ha encontrado (Bakshi, Cao y Chen (1997)) que el modelo que reduce el sesgo es aquél de tasas de interés estocásticas, como el de Merton (1973), no explorado aquí.

D. Comparación de los resultados de las diferentes metodologías

Los resultados de la primera sección de este capítulo indican que en las comparaciones entre diferentes estimativos del costo del capital resulta de fundamental importancia definir el período de análisis, pues los coeficientes y primas de riesgo son variables en el tiempo. En el Cuadro 20 se realizan comparaciones entre los estimativos obtenidos de las diferentes metodologías, en dos horizontes temporales completamente distintos.

El primer horizonte (Cuadro 20 A) es de corto plazo y utiliza los resultados para el año de 1996. En

Cuadro 19. COSTO DEL CAPITAL AJUSTADO POR EL SESGO DEL MECANISMO BLACK SCHOLES (Tasas nominales)

Sector	Costo del capital ajustado
Agrícola	45,4
Fondos ganaderos	49,4
Extracción de petróleo gas y carbón	41,4
Oro y otros minerales no ferrosos	39,0
Alimentos	43,9
Bebidas	45,8
Tabaco	48,8
Textiles y confecciones	40,0
Calzado y otros artículos de cuero	38,7
Madera y corcho	39,1
Papel y pulpa de papel	49,9
Imprentas y editoriales	43,7
Productos químicos y petroquímicos	39,9
Caucho y plástico	42,8
Vidrio y productos de vidrio	40,1
Cemento	46,6
Otros productos minerales	51,0
Siderúrgica	37,7
Metalmecánica	35,7
Sofasa	40,2
Fabricación de productos diversos	43,8
Electricidad	52,7
Distribución de gas y otros combustibles	41,5
Acueducto	28,7
Edificaciones para vivienda	38,6
Obras civiles	34,2
Otras construcciones	54,3
Artículos varios de consumo popular	46,4
Vehículos diversos y repuestos	38,9
Comercialización de otros artículos	46,8
Transporte aéreo	31,3
Transporte terrestre	34,4
Comunicaciones	47,9
Clínicas	49,4
Otros servicios de salud privados	32,5
Hoteles, moteles y similares	53,9
Universidades	41,1
Centrales de abastos	41,9
Centros de convenciones y exposiciones	51,5
Otros servicios ofrecidos por empresas privadas	45,2
Promedio	42,9
Mediana	42,4

Fuente: Cálculos propios.

²⁸ Implícitamente se supone que en todos los sectores se presenta el mismo sesgo.

Cuadro 20A. COMPARACION DE LOS RESULTADOS SOBRE EL COSTO DEL CAPITAL REAL INCLUYENDO LA TASA LIBRE DE RIESGO (Tasas reales 1996)

Sector	Costo real del capital accionario						Costo real total ponderado del capital			
	CAPM	APT	Similares CAPM	Opciones	[1] Costo del pasivo	[2] S/S + B	CAPM	APT	Similares CAPM	Opciones
Bebidas	54,96	72,70	24,58	21,92	11,29	57,04	36,20	46,32	18,87	17,35
Tabaco	45,85	43,94	18,66	24,45	11,12	63,72	33,25	32,03	15,93	19,62
Textiles y confecciones	37,99	25,49	28,56	17,09	14,55	56,06	27,69	20,68	22,40	15,98
Papel y pulpa de papel	25,91	30,24	26,09	25,37	15,39	52,60	20,92	23,20	21,01	20,64
Productos químicos y petroquímicos	22,73	43,38	31,63	16,95	13,38	51,95	18,24	28,97	22,86	15,23
Siderúrgica	41,30	40,54	33,40	15,13	12,54	54,50	28,21	27,80	23,91	13,95
Artículos varios de consumo popular	50,49	57,54	26,48	22,40	10,45	56,37	33,02	37,00	19,49	17,19
Transporte aéreo	30,24	32,89	57,18	9,82	13,59	57,61	23,18	24,71	38,70	11,42
Bancos	44,97	45,89	26,85		12,88	17,00	18,33	18,49	15,25	10,69
Seguros	59,96	60,28	25,55		12,88	50,00	36,42	36,58	19,21	6,44
Promedio entre sectores	41,44	45,29	29,90	19,14			27,55	29,58	21,76	14,85
Coefficiente de variación entre sectores	29,76	32,31	34,73	27,74			25,70	28,96	30,26	29,27

[1] Calculado con base en el mecanismo de precios de opciones.

[2] B: pasivos; S: patrimonio.

Fuente: Cálculos propios.

Cuadro 20B. COMPARACION DE LOS RESULTADOS SOBRE EL COSTO DEL CAPITAL REAL INCLUYENDO LA TASA LIBRE DE RIESGO (Tasas reales, largo plazo)

Sector	Costo real del capital accionario						Costo real total ponderado del capital			
	CAPM	APT	Similares CAPM	Opciones	[1] Costo del pasivo	[2] S/S + B	CAPM	APT	Similares CAPM	Opciones
Bebidas	22,52	29,24	15,28	23,57	12,80	57,04	18,34	22,17	14,21	18,94
Tabaco	18,77	26,78	11,71	26,14	12,63	63,72	16,54	21,64	12,04	21,24
Textiles y confecciones	22,27	22,74	17,68	18,68	16,10	56,06	19,56	19,82	16,99	17,55
Papel y pulpa de papel	14,28	13,23	16,18	27,07	16,95	52,60	15,54	14,99	16,55	22,27
Productos químicos y petroquímicos	11,46	12,85	19,52	18,53	14,92	51,95	13,12	13,84	17,31	16,79
Siderúrgica	19,43	22,69	20,60	16,69	14,07	54,50	16,99	18,77	17,63	15,50
Artículos varios de consumo popular	24,30	34,93	16,42	24,05	11,95	56,37	18,91	24,90	14,47	18,77
Transporte aéreo	19,04	30,56	34,93	11,31	15,13	57,61	17,38	24,02	26,54	12,93
Bancos	19,66	24,28	16,64		14,41	17,00	15,30	16,09	14,79	
Seguros	19,45	27,94	15,86		14,41	50,00	16,93	21,17	15,13	
Promedio entre sectores	19,12	24,52	18,48	20,76			16,86	19,74	16,57	18,00
Coefficiente de variación entre sectores	19,96	28,97	33,87	25,93			11,22	19,12	23,54	16,78

[1] Calculado con base en el mecanismo de precios de opciones.

[2] B: pasivos; S: patrimonio.

Fuente: Cálculos propios.

realidad, es de esperarse que los coeficientes de riesgo de Fama y French (1997) no sean los apropiados para ese año, por las razones expuestas en una sección anterior, pero resulta de interés evaluar qué tan grande es la diferencia cuando se aplica a horizontes temporales diferentes a aquellos para los cuales se estimaron los coeficientes de riesgo. Los estimativos del costo del capital accionario de los modelos CAPM y APT son los mismos de los Cuadro 7 y 14, pero aumentados en el valor de la tasa libre de riesgo de ese año (9,19% real, en promedio). El correspondiente a la metodología de similares (con el modelo CAPM) es igual al del Cuadro 16B, pero usando una prima de riesgo del 16.2% real, según los resultados para ese año que se mostraron en el Cuadro 6. El costo real de los recursos de crédito se estimó a partir de los valores nominales del Cuadro 17A, con una tasa de inflación del IPC sin bienes durables igual a 19.6% (corresponde al promedio de la inflación de ese índice para 1996).

Puede apreciarse una diferencia importante entre los estimativos para 1996 del costo del capital accionario correspondientes al CAPM y los otros tres métodos; en especial, cuando se compara con la metodología del precio de opciones. Como se recordará, ni en la aplicación de la metodología de similares, ni en la de precios de opciones se pudo evaluar explícitamente cómo cambiaba el costo del capital accionario en el tiempo. De otra parte, la validez global del modelo APT versión Fama-French fue rechazada para la economía colombiana. Por lo tanto, como era de esperarse, los resultados obtenidos de los cuatro diferentes tipos de estimativos presentan diferencias importantes en un horizonte de corto plazo.

El segundo horizonte temporal de comparación de los resultados es de largo plazo, y los resultados para dicho horizonte se muestran en el cuadro 20B. Para obtener los resultados que se muestran en ese cuadro se tomó una tasa de inflación esperada del

18%; una tasa libre de riesgo del 6% real anual; y una prima de riesgo del 9.765% real anual; valores estos que pueden considerarse como esperados en el largo plazo. Adicionalmente, se supuso que la similitud de los resultados obtenidos de la metodología de opciones entre 1996 y 1995 se mantendría en períodos más largos de tiempo, razón por la cual podrían compararse con estimativos de largo plazo²⁹. Puede apreciarse que los resultados obtenidos de la estimación del modelo CAPM en todo el período muestral 1992.01-1997.12 son muy semejantes a los del método de similares-CAPM; así como a los obtenidos del método de opciones.

Lo anterior indica que las diferencias entre los resultados de las tres metodologías son mucho menores en estimativos de largo plazo, que en estimativos para horizontes temporales cortos. Infortunadamente, la evidencia sobre los importantes cambios que experimenta el costo del capital en coyunturas de corto plazo, así como la necesidad de estimar dicho costo para la evaluación de proyectos de inversión, llaman la atención sobre la relevancia de las metodologías que ofrecen una cierta flexibilidad para realizar estimativos periódicos del costo del capital. Desde este punto de vista, una vez recolectada y procesada la información histórica básica, claramente la metodología de estimación de modelos de valoración de activos de riesgo, tales como el CAPM, o el APT en sus diversas versiones, ofrece ventajas incuestionables.

IV. CONCLUSIONES

En relación con los trabajos realizados sobre el tema en el país, el presente estudio profundizó en tres direcciones. En primer lugar, se aplicaron si-

²⁹ Este es un supuesto que debe revisarse cuando se disponga de información de balances para períodos más largos de tiempo.

multáneamente diferentes metodologías para la estimación del costo del capital. En segundo lugar, se evaluó la estabilidad de los factores de riesgo a lo largo del tiempo. En tercer lugar, se analizó el efecto de la estructura tributaria sobre el costo del capital. No obstante, por razones de espacio los resultados sobre esta última parte no se reportaron en esta publicación, pero se encuentran disponibles a solicitud del interesado en la Superintendencia de Valores.

Las metodologías aplicadas para la estimación del costo del capital fueron tres: la estimación de los modelos CAPM y APT; el método de similares; y el método de opciones. Cuando se aplicaron a los distintos sectores económicos de la muestra de empresas de la Superintendencia de Valores, arrojaron resultados similares, para horizontes temporales de mediano o largo plazo. En el corto plazo, las distintas metodologías producen estimativos diferentes del costo del capital.

La estimación del costo del capital accionario mediante la metodología estándar del CAPM produjo unos valores del coeficiente beta más altos que los estándares internacionales. Igualmente, se encontró una prima de riesgo del mercado del orden del 10% en términos reales, para un horizonte de mediano plazo (1992.01-1997.12). Si bien este parámetro es más alto que el utilizado en mercados más eficientes y desarrollados como el de los Estados Unidos, se comprobó la tendencia decreciente del mismo desde 1992, cuando Colombia acentuó su proceso de integración financiera con el resto del mundo.

Tanto los coeficientes de riesgo, como la prima de riesgo en el modelo CAPM resultaron ser altamente variables en el corto plazo. De ahí la importancia de revisar los estimativos periódicamente, dependiendo del horizonte para el cual se evalúa la viabilidad del proyecto o empresa, cuando se aplican estos resultados a la evaluación de proyectos de inversión.

Anexo 1. RELACION ENTRE LOS INGRESOS OPERACIONALES Y EL TOTAL DE INGRESOS POR SECTORES

Sector	Relación (%)
Agrícola	90,0
Fondos ganaderos	81,0
Extracción de petróleo gas y carbón	73,0
Oro y otros minerales no ferrosos	83,0
Alimentos	93,0
Bebidas	80,0
Tabaco	81,0
Textiles y confecciones	89,0
Calzado y otros artículos de cuero	93,0
Madera y corcho	96,0
Papel y pulpa de papel	90,0
Imprentas y editoriales	95,0
Productos químicos y petroquímicos	94,0
Caucho y plástico	91,0
Vidrio y productos de vidrio	91,0
Cemento	74,0
Otros productos minerales	88,0
Siderúrgica	91,0
Metalmecánica	93,0
Sofasa	97,0
Fabricación de productos diversos	96,0
Electricidad	86,0
Distribución de gas y otros combustibles	95,0
Acueducto	96,0
Edificaciones para vivienda	85,0
Obras civiles	93,0
Otras construcciones	91,0
Artículos varios de consumo popular	98,0
Vehículos diversos y repuestos	91,0
Comercialización de otros artículos	81,0
Transporte aéreo	94,0
Transporte terrestre	77,0
Comunicaciones	84,0
Clínicas	93,0
Otros servicios de salud privados	88,0
Hoteles, moteles y similares	96,0
Universidades	87,0
Centrales de abastos	81,0
Centros de convenciones y exposiciones	92,0
Otros servicios ofrecidos por empresas privadas	94,0
Promedio	89,0
Mediana	91,0

Fuente: Cálculos propios.

BIBLIOGRAFIA

- Bakshi, G. C. Cao y Z. Chen (1997), "Empirical performance of alternative options pricing models", *The Journal of Finance*, 52, 5, December, pp.2003-2049.
- Black, F. Y M. Scholes (1973), "The pricing of options and corporate liabilities", *Journal of Political Economy*, 81, pp.637-659.
- Black, F.(1974), "International capital market equilibrium with investment barriers", *Journal of Financial Economics*, 1, 4, pp.337-352
- Bradley, M. G. Jarrell y H. Kim (1984), "On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence", *The Journal of Finance*, 39, 3, July, pp.857-878.
- Copeland, T., T. Koller y J. Murrin (1990), *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons".
- Copeland, T. F. Weston (1988), *Financial Theory and Corporate Policy*, Tercera edición, Addison Wesley Publishing Company.
- Corporate Finance* (1994), "Building the best balance sheet", Cover Story, March.
- Cox, J. y S. Ross (1976), "The valuation of options for alternative stochastic processes", *Journal of Financial Economics*, 3, marzo, pp. 145-166.
- Easterly, W. y S. Rebelo (1993), "Marginal income tax rates and economic growth in developing countries", *European Economic Review*, 37, pp.409-417.
- Ehrhardt, M. (1994), *"The Search for Value: Measuring the Company's Cost of Capital"*. Harvard Business School Press.
- Fama, E. (1991), "Efficient Capital Markets: II", *The Journal of Finance*, Vol. xiv, No.5, 1991.
- Fama, E, y K. French (1997), "Industry costs of equity", *Journal of Financial Economics*, 43, pp. 153-193
- Fuller, R. y S. Kerr (1981), "Estimating the divisional cost of capital: an analysis of the pure play technique", *The Journal of Finance*, 36, 5, pp.997-1009
- Gombola, M. D. Kahl (1990), "Time series processes of utility betas: implications for forecasting systematic risk", *Financial Management*, 19, 3, pp. 84-93
- Gonzalez, P., L. Serrano y T. Tsiopoulos (1994), "Inflation, taxation and capital markets: issues for latin America". Mimeo.
- Graham, J. (1996) "Proxies for the corporate marginal tax rate", *Journal of Financial Economics*, 42, pp.187-221.
- Harris, M. y A. Raviv (1991), "The theory of capital structure", *The Journal of Finance*, 46, pp297-355.
- Hill, N. y K. Stone (1980), "Accounting betas, systematic operating risk and financial leverage: a risk-composition approach to the determinants of systematic risk", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 15, 3, pp.595-637.
- Hsia, C. (1981), "Coherence of the modern theories of finance", *Financial Review*, Winter, pp.27-42.
- Hsia, C. (1991), "Estimating a firm's cost of capital: an option pricing approach", *Journal of Business Finance and Accounting*, 18, 2, January, pp. 281-287.
- Hull, J.(1993), *Options, Futures and Other Derivative Securities*, Second edition. Prentice Hall.
- Hull, R. y A. White (1987), "The pricing of options on assets with stochastic volatilities", *The Journal of Finance*, 42, June, pp.281-300.
- Ibbotson, R. y R. Sinquefeld (1989), *Stocks, Bonds, Bills and Inflation: Historical Returns (1926-1987)*", The Financial Analysts Research Foundation.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny (1996), "Law and finance", NBER Working Paper 5661, julio.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny (1997), "Legal determinants of external finance", *The Journal of Finance*, 52, 3, pp.1131-1150.
- Long, M. y I. Malitz (1986), "The investment financing nexus: some empirical evidence", *The Revolution in Corporate Finance*, ed. J. Stern and D. Chew., Basil Blackwell.
- MacBeth, J. y L. Merville (1979), "An empirical examination of the Black Scholes call option pricing model", *The Journal of Finance*, 34, 5, December, pp.1173-1186.
- Mandelker, G. y G. Rhee (1984), "The impact of the degree of operating and financial leverage on the systematic risk of common stock", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19, 1, pp.45-57.
- Mayer, C. "Financial systems, corporate finance and economic development", *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*, ed. G. Hubbard, The University of Chicago Press.

- Merton, R. (1973), "Theory of rational option pricing". *Bell Journal of Economics and Management Science*, 4, Spring, pp.141-183.
- Merton, R. (1976), "Option pricing when underlying stock returns are discontinuous", *Journal of Financial Economics*, 3, march, pp. 125-144.
- Merton, R.(1990), "*Continuous Time Finance*", Blackwell.
- Miller, M. (1977), "Debt and taxes", *Journal of Finance*, 32, 2, pp.261-275.
- Modigliani, F. y M. Miller (1963), "Corporate income taxes and the cost of capital", *American Economic Review*, 53,3, pp.433-443.
- Mora, H. (1996), "Valoración de activos en mercados con restricciones de liquidez", *Ensayos sobre Política Económica*, 29, junio.
- Myers, S. (1984), "The capital structure puzzle", *The Journal of Finance*, 39, 3. Pp. 575-592.
- Myers, S. y N. Majluf (1984), "Corporate financing and investment decisions when firms have information investors do not have", *Journal of Financial Economics*, junio, pp.187-221.
- Patterson, C. (1995), *The Cost of Capital*, Quorum Books.
- Rajan, R. Y L. Zingales (1995), "¿What do we know about capital structure? Some evidence from international data", *The Journal of Finance*, 50, 5, December, pp. 1421-1460.
- Renault, E, (1997), "Econometric models of option pricing errors", *Advances in Economics and Econometrics: Theory and Applications*, vol. III, ed. D. Kreps y K. Wallis, Cambridge University Press.
- Shapiro, A. y S. Titman (1986), "An integrated approach to corporate risk management"; *The Revolution in Corporate Finance*, ed. J. Stern and D. Chew., Basil Blackwell.
- Stulz, R. (1981), "A model of international asset pricing", *Journal of Financial Economics*, 9, 4, pp.383-406.

Adpostal



Llegamos a todo el mundo !

**CAMBIAMOS PARA SERVIRLE MEJOR
A COLOMBIA Y AL MUNDO**

ESTOS SON NUESTROS SERVICIOS

VENTA DE PRODUCTOS POR CORREO

SERVICIO DE CORREO NORMAL

CORREO INTERNACIONAL

CORREO PROMOCIONAL

CORREO CERTIFICADO

RESPUESTA PAGADA

POST EXPRESS

ENCOMIENDAS

FILATELIA

CORRA

FAX

LE ATENDEMOS EN LOS TELEFONOS

243 8851 - 341 0304 - 341 5534

980015503

FAX 283 3345

La "Gran Depresión Asiática" y sus efectos sobre las economías latinoamericanas, con énfasis en Colombia

*Israel Fainboim Y.¹
Julio César Alonso C.²*

I. INTRODUCCION

En palabras de Bhagwati (1998), las crisis cambiarias, como los gatos, tienen muchas vidas. Cinco años después de los ataques especulativos contra las bandas cambiarias del Sistema Monetario Europeo y tres años después de la crisis de balanza de pagos de México, surgió una nueva crisis en el Este de Asia con algunas características similares. La crisis asiática ha sido de gran intensidad y amplitud, y ha producido efectos de contagio bastante importantes. Los precios bursátiles de la región se desplomaron, las monedas sufrieron fuertes devaluaciones, decenas de empresas y entidades financieras han quebrado, las economías han entrado en recesión y el desempleo ha llegado a niveles sin precedentes en las últimas décadas. El virus asiático contagió a otras naciones, haciendo sentir sus efectos a través de canales financieros en países como Brasil, o por las vías comerciales, en Chile, Venezuela y México,

países cuyas economías se han visto muy afectadas por la caída en los precios de algunas "commodities" (petróleo, cobre, etc.). En algunos países, como Rusia, el impacto ha sido tanto financiero como comercial.

Los efectos de la crisis ya duran un año y probablemente se van a prolongar por dos años más, período que se podría ampliar si se agrava la situación del sistema financiero japonés y se devalúan las monedas en China y Brasil. Por todos estos motivos, no hemos vacilado en calificar esta crisis como la "Gran Depresión Asiática", pues por su profundidad y por sus efectos sobre la economía mundial, ha sido de importancia similar (o incluso mayor) al "crack" norteamericano de 1929-1933³.

La crisis, que no fue anticipada, se produjo en el lugar menos esperado para este tipo de eventos. Los países del Este de Asia parecían tener ciertas características especiales, que los hacían inmunes a ataques especulativos contra sus monedas. Su modelo de desarrollo, que se caracterizaba por altas tasas de ahorro y de inversión en capital físico y humano, manejo prudente de las finanzas públicas y orien-

¹ Investigador Asociado de Fedesarrollo.

² Investigador de Fedesarrollo.

tación externa de sus economías -características que a su vez se habían reflejado en tasas muy altas de crecimiento económico, baja inflación y una fuerte disminución de las desigualdades- se había convertido en el paradigma a imitar por los demás países en desarrollo.

¿Porqué ocurrió esta nueva crisis? ¿Tenía algunas particularidades que no se observaron en crisis anteriores? ¿Se pueden anticipar y evitar? ¿Ponen en

³ Desde el pico del auge hasta el punto más bajo, la Gran Depresión duró 43 meses (agosto de 1929 a marzo de 1933). Entre 1929 y 1932 la producción industrial se desplomó a nivel mundial, cayendo casi 50% en Estados Unidos (país donde además el sector de la construcción enfrentaba una depresión desde hacía casi dos años), cerca de 40% en Alemania, aproximadamente 30% en Francia y 10% en Gran Bretaña. En octubre de 1929 los precios de la bolsa de Nueva York se fueron al piso. Los países desarrollados también experimentaron una importante deflación, de cerca de 25% en Gran Bretaña, un poco más del 30% en Alemania y los Estados Unidos y más de 40% en Francia. El desempleo llegó a niveles inconcebibles, de hasta el 25% en Estados Unidos en 1933 y niveles similares en Alemania. Se produjo una oleada de quiebras bancarias en los Estados Unidos, mal contrarrestadas por la política monetaria del período, que al ser muy contraccionista, contribuyó a agravar la crisis. En América Latina, África y Asia, muchas economías colapsaron como consecuencia de la caída en los precios internacionales de las materias primas de exportación, originada por la fuerte reducción en la demanda de estos bienes por parte de los países desarrollados. El comercio internacional se redujo al mínimo, en gran medida como consecuencia de la imposición de barreras comerciales por los países desarrollados al iniciarse la crisis (Estados Unidos adoptó la tarifa Smoot-Hawley en 1930, altamente proteccionista). Al margen, cabe mencionar que los estudios sobre las causas de la Gran Depresión proporcionan importantes lecciones para el manejo de la crisis asiática. Fuera de las explicaciones monetarias de la depresión (de Friedman y Schwartz), se ha señalado también que las economías desarrolladas no tenían en ese momento la capacidad para contrarrestar la recesión, debido a la ausencia de liderazgo económico a nivel mundial por parte de algún país u organismo multilateral, que impidiera la adopción de políticas proteccionistas y que proveyera crédito para financiar la recuperación (Kindleberger). Esto llevó a que la recesión se convirtiera en depresión. También se ha argumentado que el patrón oro fue el responsable de la propagación internacional de la crisis, al impedir la adopción de políticas monetarias independientes de tipo expansionista (Temin). De hecho, se ha mostrado que las economías que abandonaron más rápidamente el patrón oro fueron las primeras en salir de la crisis.

riesgo la economía mundial y afectan de manera importante a la economía colombiana? ¿Colocan a su vez en crisis todo el modelo de desarrollo asiático? Estas son las preguntas que pretendemos responder (al menos parcialmente) con este artículo. El artículo se divide en cuatro capítulos, además de esta introducción. En el capítulo II se presentan en forma breve las teorías existentes sobre las crisis financieras y cambiarias. En el capítulo III se explican las causas de la crisis asiática y se describen sus características básicas y sus efectos de contagio.

El análisis de la crisis viene precedido de un repaso rápido de algunas de las características estructurales más destacadas de las economías asiáticas (composición del PIB y del comercio exterior, régimen de inversión extranjera, estructura y regulación de los sistemas financieros), pues su conocimiento permite entender mejor las causas de la crisis y algunos de sus efectos.

El capítulo IV resume la discusión sobre las políticas de ajuste y de reforma estructural propuestas por el FMI para la región. Cabe anotar que el tema ha despertado grandes polémicas (de viejo y nuevo cuño) entre algunos de los economistas norteamericanos más prestigiosos (Feldstein, Dornbusch, Stiglitz, Sachs, etc) en relación con aspectos tales como las virtudes de los controles a los movimientos de capitales, las ventajas y desventajas de los diferentes regímenes cambiarios, y el rol apropiado del FMI en estas crisis. El capítulo incluye un resumen de algunas de estas discusiones, apoyándonos en la muy abundante literatura que ha surgido sobre el tema en los últimos meses (y que está disponible, en gran medida, en Internet).

El último capítulo se dedica a examinar en forma más amplia los efectos internacionales de la crisis. En la primera sección se describen los impactos de la crisis sobre cuatro países latinoamericanos (Chile,

Brasil, México y Venezuela) en los años 1997-1998. En la segunda sección, se presentan las proyecciones de cuatro entidades internacionales sobre los efectos de corto y mediano plazo (1998-2000) de la crisis asiática sobre la economía mundial y las economías latinoamericanas: el Banco Mundial, la Cepal, el Instituto para la Economía Internacional y el Instituto de Finanzas Internacionales. Con ello se busca que el lector se haga a una opinión informada y balanceada de estos efectos. Finalmente, la última sección contiene un análisis del impacto de corto plazo de la crisis sobre la economía colombiana, que se apoya en parte en los resultados de algunos ejercicios de simulación realizados con el modelo de equilibrio general de Fedesarrollo y en los resultados de algunos ejercicios econométricos de correlación y de cointegración entre las tasas de crecimiento económico de Colombia y las del resto del mundo.

II. LAS TEORIAS SOBRE LAS CAUSAS DE LA CRISIS ASIATICA

La crisis asiática ha presentado algunas características que habían sido ignoradas (o consideradas marginalmente) en los modelos tradicionales sobre las crisis de balanza de pagos, desarrollados por Krugman (1979), Flood y Garber (1984) y Obstfeld (1986). Entre ellas se destacan el rol de los intermediarios financieros, el papel que juegan las inversiones especulativas en bienes raíces y en acciones, la importancia del pánico financiero y las formas de contagio internacional de las crisis. Los trabajos recientes de Krugman (1998), Radelet y Sachs (1998) y Miller (1998) han incluido estos nuevos aspectos en los modelos, enriqueciendo considerablemente la capacidad de análisis de estas crisis. En las secciones que siguen se presenta un resumen de los modelos tradicionales y posteriormente se mencionan los temas nuevos que han sido incorporados en las teorías tradicionales.

A. Las teorías tradicionales de las crisis de balanza de pagos

Krugman (1998) ha señalado que las teorías tradicionales de las crisis *cambiarias* o de *balanza de pagos* se caracterizan por concentrarse casi exclusivamente en el análisis de la evolución de un solo precio, la tasa de cambio, ignorando los precios de otros activos. Krugman (1998) distingue dentro de las teorías tradicionales entre las de primera y las de segunda generación. En las teorías de primera generación, que son de su propia creación, las crisis se originan en políticas macroeconómicas inconsistentes. La expansión crediticia doméstica resultante de la monetización de los déficit fiscales, es inconsistente con el objetivo de mantener una tasa de cambio fija. Las reservas caen gradualmente, hasta que el Banco Central se vuelve vulnerable a un ataque especulativo que agota las reservas y empuja la economía a un régimen de tasa de cambio flotante.

En los modelos de "segunda generación", desarrollados por Obstfeld, "el gobierno escoge defender o no una tasa de cambio fija dependiendo del "trade-off" entre la flexibilidad macroeconómica de corto plazo y la credibilidad de largo plazo. La crisis surge del hecho de que defender la tasa de cambio es más costoso (i.e. requiere tasas más altas de interés) cuando el mercado cree que esta defensa al final fallará en sus propósitos; como resultado de ello, se puede desarrollar un ataque especulativo contra la moneda, ya sea como consecuencia de un deterioro esperado de los "fundamentals", o simplemente a través de una profecía autorealizada" (Krugman {1998}).

B. Crisis financieras y crisis cambiarias

Para Krugman (1998) las teorías tradicionales son de limitado valor para el análisis de la crisis asiática, pues allí las crisis cambiarias fueron tan sólo una parte de una crisis financiera más amplia, que tenía

poco que ver con los problemas cambiarios o monetarios, o incluso con problemas fiscales. En su opinión es necesario complementar los modelos existentes con dos temas tradicionalmente excluidos de los modelos cambiarios, el del rol de los intermediarios financieros y el riesgo moral asociado con estos cuando están mal regulados⁴ y el papel que juegan en las crisis los precios de activos reales como la propiedad raíz. Una regulación que coloca a los intermediarios financieros en una situación de riesgo moral, puede llevar a sobreinversión a nivel agregado y a precios excesivos de estos activos. La combinación de estas circunstancias hace vulnerables las economías a las crisis financieras (y cambiarias).

En las secciones que siguen se describe cómo interactúan estos factores para producir las crisis, resumiendo los aportes recientes de Krugman sobre el tema. Posteriormente se presentan dos explicaciones alternativas de la crisis, basadas en el pánico financiero y en los problemas de coordinación entre bancos, y se proponen algunas hipótesis explicativas en relación con la transmisión internacional de la crisis. En la sección final del capítulo se señalan las implicaciones de política de cada uno de los modelos explicativos de las crisis.

1. Riesgo moral y sobre-inversión

En una situación de riesgo moral para los intermediarios financieros, que se configura cuando existen garantías implícitas o explícitas de los depósitos y el sistema financiero está pobremente regulado (lo que implica, entre otras cosas, reducidas exigencias de capital/activos ajustados por riesgo), se producirá la tendencia a prestar y a invertir los recursos con

base no en las rentabilidades esperadas, sino en las rentabilidades que se observarían en el mejor de los escenarios posibles. Ello se explica por la estructura de incentivos que enfrentan estos intermediarios. Debido a que los depósitos están cubiertos contra riesgos y a que los intermediarios no deben comprometer mucho de su capital en el negocio, operarán bajo un esquema de incentivos "cara gano yo, sello pierdes tú". Ello da lugar a una orientación del crédito y de la inversión de los intermediarios hacia proyectos muy riesgosos y con bajos rendimientos (promedio) esperados (pero con rendimientos máximos posibles muy altos) y a inversión excesiva. Estas distorsiones se puede agravar con la globalización de las economías (apertura de la cuenta de capitales), pues al ofrecerse a los intermediarios financieros el libre acceso al mercado mundial de capitales, se permite que el riesgo moral en el sector financiero se convierta en una sobreinversión aún mayor en proyectos muy riesgosos.

2. Riesgo moral y precios de la propiedad raíz

Si los préstamos e inversiones de los intermediarios financieros se dirigen en gran medida a la compra de activos como la tierra y otros bienes inmuebles, que se supone tienen una oferta inelástica, se producirá una rápida inflación de sus precios, que hace, que la situación financiera de los intermediarios parezca más sólida de lo que es. La inflación a su vez alimenta inversiones especulativas en esos mismos activos. Cuando la burbuja especulativa se revienta, cae el precio de los activos y se deteriora el balance de los intermediarios financieros, que son arrastrados por esta caída. Si la sobreinversión en bienes raíces ha sido alimentada con recursos externos de corto plazo (inversión de portafolio y crédito externo de corto plazo), la crisis financiera puede llevar a su vez a una crisis cambiaria.

⁴ Un tema desarrollado por Akerlof y Romer (1996), pero sin vincularlo con las crisis cambiarias.

3. Pánico financiero

Una crisis financiera puede surgir simplemente como resultado del pánico, que lleva a que los acreedores retiren repentinamente sus préstamos de corto plazo a todos los deudores, incluyendo los solventes. Los pánicos financieros pueden ocurrir cuando se cumplen tres condiciones (Radelet y Sachs {1998}): i) los pasivos de corto plazo exceden a los activos; ii) no existe un prestamista privado suficientemente importante que pueda ofrecer los créditos necesarios para pagar las deudas de corto plazo; y iii) no hay prestamista de última instancia. En estas circunstancias, es racional que cada prestamista retire sus créditos si otros hacen lo mismo.

4. Problemas de coordinación

La ausencia de coordinación entre prestamistas origina una presión simultánea de estos sobre el prestatario que lo puede llevar a la quiebra, aún cuando sea esta una empresa que vale más como empresa en marcha (Radelet y Sachs {1998}).

5. Causalidad bidireccional entre crisis cambiarias y crisis bancarias

Las crisis bancarias han precedido a la mayoría de las crisis cambiarias observadas en las últimas dos décadas (Kaminsky y Reinhart {1995}). Se ha señalado, sin embargo, que el sentido de causalidad puede ir en ambas direcciones y que hay una importante complementariedad entre la solvencia de los bancos y la estabilidad de la moneda⁵ (Miller {1998}).

⁵ Países como Chile (1982), Argentina (1982 y 1995), Venezuela (1994), México (1994-1995), Finlandia, Noruega y Suecia, experimentaron estos dos tipos de crisis (Miller (1998)).

Miller (1998) cita dos ejemplos en donde la causalidad va de la crisis cambiaria a la financiera. En el primero, un ataque especulativo contra la moneda puede dar lugar a una crisis financiera, si los depósitos bancarios se utilizan para especular. En el segundo ejemplo, una crisis cambiaria puede crearle problemas a un sector bancario vulnerable, si el gobierno defiende la moneda aumentando las tasas de interés.

6. Teorías sobre la transmisión internacional de las crisis

Otro de los aportes interesantes de Miller (1998) al análisis de crisis como la asiática, que ha tenido efectos de contagio importantes, consiste en proveer algunas hipótesis explicativas sobre la transmisión internacional de las crisis. Estas hipótesis se refieren exclusivamente a aquellas situaciones en que una crisis bancaria (cambiaria) en un país puede generar una crisis cambiaria (bancaria) en otro país. Miller proporciona cuatro ejemplos al respecto. En los dos primeros, las corridas bancarias en un país dan lugar a crisis cambiarias en otros países; y en los otros dos casos, las crisis cambiarias en el exterior producen crisis bancarias domésticas. Aunque no todos los ejemplos son estrictamente aplicables a la crisis asiática, se presentan a continuación con el propósito de mostrar la variedad de posibilidades existentes de transmisión internacional de las crisis.

En el primer ejemplo, los bancos de un país (como Japón) son importantes proveedores de crédito a otro país (como Tailandia). Se supone que los tenedores de depósitos en Japón invierten tan sólo en los bancos domésticos y que estos últimos a su vez invierten tanto domésticamente como en el extranjero. Los depositantes japoneses pueden generar una corrida bancaria si creen que otros depositantes piensan retirar todos sus depósitos. En este

escenario, los bancos japoneses querrán repatriar los recursos invertidos en el exterior para cubrir los retiros de depósitos. La creencia por los bancos de que no serán capaces de repatriar todos los recursos antes de que la moneda extranjera se devalúe, lo que produciría una disminución en el valor en moneda doméstica de las inversiones externas, que a su vez causaría que los activos bancarios disminuyan respecto a los pasivos (insolvencia), los lleva a tratar de repatriar rápidamente todas sus inversiones, generando un ataque especulativo contra la moneda extranjera.

En el segundo ejemplo, una corrida bancaria en un país grande en donde no existe prestamista de última instancia y cuyo sistema financiero se ve obligado a suspender temporalmente los pagos, da lugar a que la moneda de ese país (y la extranjera) se venda con un premio a los depositantes domésticos, lo que puede atraer capitales al país. El premium puede atraer tal volumen de capital de un país pequeño, que agota sus reservas y lo fuerza a devaluar.

En el tercer ejemplo, los bancos domésticos otorgan créditos a compañías domésticas que tienen una elevada exposición en el exterior, i.e., que exportan buena parte de su producción, o que tienen filiales en el exterior. Una devaluación de la moneda extranjera y la desaceleración económica que le sigue, pueden reducir considerablemente la capacidad de estas compañías para repagar los créditos, afectando a los bancos domésticos.

El cuarto y último ejemplo considera los problemas de "currency mismatches". Si no hay una adecuada regulación prudencial en relación con la exposición de los bancos en otras monedas, una crisis cambiaria en un país extranjero puede causar una crisis bancaria doméstica. Ello ocurrirá si los portafolios de los bancos no están "currency mismatched" y se tienen más activos que pasivos en la moneda que

se devalúa. Ello también ocurrirá si los ingresos de las empresas se obtienen en moneda extranjera y los créditos están denominados en moneda doméstica.

Fuera de estos casos, existen otras posibilidades de contagio de las crisis, que no están relacionadas con problemas bancarios. Una de ellas se produce a través de los canales comerciales. Las crisis resultan en devaluaciones considerables de las monedas de los países afectados y en contracciones económicas severas, lo que mejora sus balanzas comerciales y empeora las de sus socios comerciales y sus principales competidores. Una segunda forma de contagio se produce vía expectativas de los inversionistas internacionales: la crisis en un país o región despierta temores de crisis en otros países, especialmente en aquellos con tasas de cambio sobrevaluadas y déficits crecientes en la cuenta corriente de la balanza de pagos, generando ataques especulativos contra las monedas de estos últimos.

7. Política económica para enfrentar las crisis financieras y cambiarias

La respuesta apropiada para enfrentar las crisis financieras y cambiarias depende obviamente de sus orígenes. Si la crisis se originó en un pánico financiero, la respuesta adecuada es la de proteger la economía mediante préstamos de última instancia; si su causa ha sido una burbuja especulativa que explota o el fin de una política de préstamos basada en situaciones de riesgo moral, es mejor evitar los préstamos de última instancia, pues mantienen vivas las inversiones ineficientes (Radelet y Sachs {1998}). Si el origen es un problema de coordinación entre prestamistas, la solución está en sentar en la mesa a prestatarios y prestamistas, para darle al problema una solución ordenada y proporcionarle además capital de trabajo al prestatario (Radelet y Sachs {1998}).

Finalmente, si la crisis se origina en políticas macro-económicas inconsistentes (tasa de cambio fija vs. déficit fiscales persistentes financiados con emisión), lo apropiado es dejar flotar la tasa de cambio para evitar pérdidas adicionales de reservas y corregir las inconsistencias (es decir, hacer ajuste fiscal e impedir la financiación con emisión de los déficit fiscales).

III. DESCRIPCION Y ANALISIS DE LA CRISIS ASIATICA

La crisis asiática afectó inicialmente mucho más a un sub-grupo de cinco países de la región, conformado por Corea, Tailandia, Indonesia, Malasia y Filipinas⁶. De allí que el análisis concentre su atención en estos países, aunque se hace referencia al rol desempeñado por Japón en la crisis. Antes de analizar la crisis, es conveniente hacer un repaso rápido de algunas de las características estructurales más destacadas de las economías asiáticas (composición del PIB y del comercio exterior, régimen de inversión extranjera y estructura y regulación de

los sistemas financieros), pues estas ayudan a entender mejor las causas de la crisis y algunos de sus efectos.

A. Estructura de las economías del Este de Asia

Las economías de los cinco países mencionados son muy disímiles en tamaño, población y grado de apertura (Cuadro 1). La mayor es Corea del Sur, la economía número 11 en el mundo, con un PIB que era en 1995 de tres veces el de Colombia, y con el mayor ingreso per cápita de los cinco países. Indonesia por su parte es la de mayor población (cuarta en el mundo) y menor PIB per cápita. Si bien las cinco economías son muy abiertas comparadas con las de otros países en desarrollo o con economías desarrolladas, la de Malasia supera con creces a las otras cuatro.

Exceptuando Filipinas, en las últimas tres décadas estos países mostraron tasas de crecimiento económico asombrosas (Cuadro 2). El PIB per cápita de siete países de la región (Corea, Indonesia, Malasia,

Cuadro 1. TAMAÑO Y GRADO DE APERTURA DE LAS ECONOMIAS DEL ESTE DE ASIA 1995

País	PIB (US\$ millones 1987)	Población	PIB per cápita (US\$ 1987)	Exportaciones (% PIB)	Importaciones (% PIB)
Indonesia	139.065	193.276.992	719,5	25,5	27,5
Corea	254.003	44.851.000	5.663,3	33,2	34,2
Malasia	62.597	20.140.000	3.108,1	95,5	98,9
Filipinas	43.193	68.595.000	629,7	36,3	44,0
Tailandia	107.365	58.242.000	1.843,4	41,5	48,4
Japón	3.018.176	125.213.000	24.104,3	9,5	7,9
Estados Unidos	5.450.827	263.119.008	20.176,2	11,3	13,0

Fuente: Fondo Monetario Internacional (1997) y Banco Mundial (1998).

⁶ Con excepción de Corea, estos países conforman el grupo ASEAN-Association of South East Asian Nations- junto con Singapur, Brunei y Vietnam.

Cuadro 2. CRECIMIENTO DEL PIB DE LOS PAISES DEL ESTE ASIATICO (Promedio anual)

País	1970-1979	1980-1989	1990-1996
Corea	9,3	8,0	7,7
Malasia	8,0	5,7	8,8
Tailandia	7,3	7,2	8,6
Indonesia	7,8	5,7	7,2
Filipinas	6,0 ^a	1,0 ^b	2,8

^a Para el período 1971-1980.

^b Para el período 1981-1990.

Fuente: The Economist, marzo 1, 1997; Chowdhury et. al., 1997.

Tailandia, Taiwan, Hong Kong y Singapur) creció al 5% anual en este período (Stiglitz {1998}). Mientras que a Gran Bretaña le tomó 58 años doblar su ingreso per cápita desde los inicios de la Revolución Industrial (1780), a Estados Unidos 47 años (a partir de 1839) y a Japón 35 años (desde 1885), Corea por ejemplo logró duplicar su ingreso per cápita en 11 años, a partir de 1966 (Frankel {1998}).

El rápido crecimiento vino acompañado de un cambio estructural drástico, que implicó una reducción sustancial de la importancia del sector agrícola y un fuerte aumento en la participación de la industria (Cuadro 3). Filipinas es, de nuevo, la excepción al respecto.

Cuadro 3. CAMBIO ESTRUCTURAL EN LAS ECONOMIAS DEL ESTE ASIATICO (Participaciones en el PIB)

País	Agricultura		Industria		Servicios	
	1960	1996	1960	1996	1960	1996
Corea	40,0	6,30	19,0	42,8	41,0	50,9
Malasia	37,0	12,7	18,0	48,5	45,0	38,8
Tailandia	40,0	10,0	19,0	40,4	41,0	49,6
Indonesia	54,0	16,8	14,0	43,2	32,0	42,3
Filipinas	26,0	21,1	28,0	35,2	46,0	43,7

Fuente: East Asia Analytical Unit (1998).

B. Comercio exterior del Este de Asia

Simultáneamente con la reestructuración económica, se produjo un cambio radical en la composición de las exportaciones de los países considerados. Con diferente grado de avance, estos países pasaron de ser exportadores de productos primarios, a exportar bienes intensivos en trabajo (textiles, confecciones, etc) y, en una etapa posterior, bienes intensivos en capital (Cuadro 4).

Es importante destacar que la crisis se produjo en un momento en que las economías de la región estaban mucho más abiertas al exterior (tanto comercialmente, como a los movimientos de capitales) que una década atrás. En los años ochenta estos países iniciaron un proceso de apertura comercial, que incluyó tanto la eliminación de barreras no arancelarias, como la reducción de aranceles. Sin embargo, todavía en 1996 Tailandia y Corea (cuya cifra no se reporta) tenían aranceles promedio relativamente altos (Cuadro 5).

El comercio exterior de estos países está geográficamente bastante concentrado. Los mayores socios comerciales son Japón y Estados Unidos. Para algunos de estos países el comercio intrarregional (excluyendo Japón) es también bastante importante

Cuadro 4. COMPOSICION DE LAS EXPORTACIONES ASIATICAS (%)

País	Año	Productos Primarios	Textiles y otros productos intensivos en trabajo	Maquinaria y productos electrónicos	Otras manufacturas
Indonesia	1970	98,6	0,2	0,0	1,2
	1994	60,7	22,8	4,8	11,7
Malasia	1970	94,7	0,9	1,0	3,4
	1994	29,4	8,3	44,4	17,9
Corea del Sur	1970	35,2	39,6	6,3	18,9
	1994	8,1	22,2	34,5	35,2
Tailandia	1970	94,0	1,4	0,1	4,5
	1994	31,1	23,8	27,7	17,4

Fuente: Radelet, S. y J.Sachs (1997).

Cuadro 5. ARANCEL PROMEDIO 1978-1996 (%)

País	1978	1983-1984	1996
Indonesia	33	33	12
Malasia	15	25	8
Tailandia	29	32	20
Filipinas	44	29	13

Fuente: East Asia Analytical Unit (1998).

(Cuadro 6). Las economías de Malasia, Indonesia y Tailandia tienen vínculos comerciales estrechos y exportan además productos que compiten entre sí, que son básicamente productos intensivos en trabajo⁷. Corea por su parte tiene pocos vínculos con estas tres economías y exporta bienes manufacturados intensivos en capital. Cerca del 50% de las exportaciones coreanas compite directamente con productos japoneses, incluyendo productos electrónicos, acero, semiconductores, productos químicos, automóviles y construcción de barcos. Corea también

compite con Taiwan en estas industrias (con excepción de la química) y en la refinación de petróleo.

En el caso de Indonesia, sus principales socios son Japón, Estados Unidos y Singapur, que representan mas del 75% de sus exportaciones y más del 50% de las importaciones. En relación con Tailandia, Estados Unidos es el mayor importador de productos de ese país, seguido de Japón y los ASEAN; y Japón es el mayor exportador. Los principales socios comerciales de Malasia son Singapur, Japón, Estados Unidos y la Unión Europea, que representan más del 65% de las exportaciones y 70% de las importaciones; los NIE's asiáticos están ganando importancia en el comercio con ese país. Finalmente, los mayores socios comerciales de Filipinas son también Estados Unidos y Japón. Los NIE del Este de Asia han aumentado su participación en el comercio con este país y los ASEAN la han reducido.

Al margen cabe mencionar que China es más un competidor de algunas economías de la región en terceros mercados, que un socio comercial. Tan sólo Hong Kong depende en forma importante del comercio con China.

⁷ Singapur y Malasia tienen también fuertes vínculos económicos y comerciales.

Cuadro 6. MAYORES SOCIOS COMERCIALES DE LOS PAISES DEL ESTE ASIATICO - 1993

Socio	Corea	Indonesia ^b	Filipinas ^d	Tailandia	Malasia ^d	China
USA	19,6 17,6	13,0 14,0	38,0 18,4	21,6 11,7	21,2 17,1	18,5 10,3
Japón	12,7 22,7	31,7 22,0	15,4 18,4	17,0 30,3	12,1 27,0	17,2 22,4
UE	12,5 11,5	- -	16,8 10,4	16,7 14,8	12,6 12,6	- -
China, Taiwan	15,1 ^a	16,6 ^c	15,9 ^e	11,8 ^f	10,4 ^g	28,0 ^h
Hong Kong, Singapur	6,8 ^a	15,1 ^c	22,8 ^e	12,6 ^f	10,4 ^g	25,0 ^h
Indonesia, Malasia	23,3	-	-	15,5	6,6	-
Filipinas, Tailandia	27,4	-	-	11,8	4,6	-
Corea del Sur	- -	- -	- -	- -	- -	3,1 5,2
Resto del Mundo	23,3 27,4	38,7 48,9	13,9 30,0	17,4 18,8	16,4 13,9	33,2 37,1

^a No incluye Singapur.

^b Cifras de 1992.

^c Incluye Corea y excluye Singapur. Las cifras para Singapur son 9,7% y 6,1% respectivamente.

^d Enero-junio de 1994.

^e Incluye Corea y excluye China.

^f Excluye Singapur e incluye Indochina y Corea.

^g Incluye Corea.

^h No incluye China e incluye Macao.

Fuente: Chowdhury, A. et. al. (1997), *Asia-Pacific Economies, A Survey*, Routledge. La primera fila corresponde a exportaciones del respectivo país asiático y la segunda fila a importaciones.

Puede ser útil describir la composición de las exportaciones e importaciones de estos países, pues con la crisis se van a afectar las balanzas comerciales del resto del mundo, especialmente en aquellos bienes de mayor importancia en el comercio exterior de la región.

Corea del Sur es el exportador No. 11 del mundo y el importador No. 10. Más del 90% de sus exportaciones consiste en bienes manufacturados, predominando los textiles y confecciones, seguidos de los equipos de telecomunicaciones y los vehículos automotores (Cuadro 7). Corea es el primer productor de acero en el mundo y el primer constructor

de barcos. Tiene además una participación del 18% en el mercado mundial de semi-conductores (con una participación de Samsung Electronics del 11%). El polyester y los computadores personales también son productos coreanos de importancia en los mercados mundiales. Sus principales importaciones son de maquinaria y equipo (35%) y combustibles (15%).

En el caso de Indonesia, su principal renglón de exportación son los hidrocarburos; estos, sin embargo, han venido reduciendo su importancia a costa de los textiles, las confecciones, el calzado y los productos electrónicos (Cuadro 8). La maquinaria, los químicos

Cuadro 7. COREA DEL SUR: PRINCIPALES EXPORTACIONES MANUFACTURERAS 1992 (Bill. US\$)

Item	Valor
Textiles y confecciones	18,8
Telecomunicaciones, vehículos, barcos	17,0
Maquinaria y bienes de consumo eléctrico	13,6
Hierro y acero	2,9
Calzado	4,3
Grabadoras y equipos de sonido	4,1
Equipo de oficina	4,3

Fuente: Chowdhury, A. et, al. (1997), *Asia-Pacific Economies. A Survey*.

industriales y los productos químicos representan más del 70% de las importaciones de este país.

Los productos electrónicos son también predominantes en la canasta exportadora de Filipinas, junto con los textiles y confecciones (Cuadro 9). La maquinaria y aparatos eléctricos y la maquinaria no eléctrica constituyen el grueso de sus importaciones. Los metales (cobre, zinc, níquel y plomo) ganaron importancia en la canasta importadora en la década de los noventa. El otro ítem importante es el petróleo y sus productos.

Tailandia es uno de los mayores exportadores mundiales de arroz; las exportaciones de este producto a Japón en años recientes han sido muy dinámicas. Sin embargo, como se mostró atrás (Cuadro 4), en sus exportaciones predominan las manufacturas, que representaron cerca del 70% del total de exportaciones en 1994 (Cuadro 10). En los últimos años se ha observado un crecimiento rápido de las exportaciones de los siguientes rubros: productos plásticos; partes de vehículos y accesorios; transformadores, generadores y motores; y equipo e instrumentos ópticos.

En Malasia, las exportaciones de equipo de telecomunicaciones han mostrado gran dinamismo, al

Cuadro 8. INDONESIA: PRINCIPALES EXPORTACIONES 1994 (En % del total)

Item	%
Petróleo y gas	24,7
Madera	14,7
Textiles, confecciones y calzado	15,1
Productos electrónicos	5,7
Productos agrícolas	6,3

Fuente: Chowdhury, A. et, al. (1997), *Asia-Pacific Economies. A Survey*.

pasar de representar el 3% del total, al 19% en 10 años. Las grabadoras han pasado del 1% al 7% de las exportaciones y el equipo de oficina del 1% al 9%.

C. Inversión extranjera directa

En relación con la inversión extranjera directa (IED), es importante mencionar que en la década de los noventa se empezaron a abrir (o, en algunos casos, se abrieron aún más) las cuentas de capitales de los países de la región. Japón ha sido el mayor inversionista en la mayoría de los países considerados, seguido de los Estados Unidos. En los últimos años se realizaron además importantes inversiones intra-regionales.

Cuadro 9. FILIPINAS: PRINCIPALES EXPORTACIONES 1994 (En % del total)

Item	%
Confecciones	10,6
Semi-conductores	10,0
Productos y partes eléctricas	5,2
Micro-circuitos	5,2
Textiles	3,0
Aceite de coco	2,4
Metal de cobre	2,0

Fuente: Chowdhury, A. et, al. (1997), *Asia-Pacific Economies. A Survey*.

Cuadro 10. TAILANDIA: PRINCIPALES EXPORTACIONES 1994 (En % del total)

Item	%
Maquinaria	30,0
Bienes manufacturados	19,0
Alimentos	21,5

Fuente: Chowdhury, A. et, al. (1997), *Asia-Pacific Economies. A Survey*.

En Corea del Sur el número de sectores abiertos a la IED aumentó considerablemente en la primera mitad de la década de los noventa, aunque en todos los casos persistían limitaciones porcentuales y cuantitativas. A finales de 1993 se redujo la tasa impositiva sobre las empresas con inversión extranjera, se relajaron las normas sobre propiedad extranjera de la tierra y se simplificó el proceso de aprobación de las inversiones (Chowdhury et al {1997}). El mercado bursátil también se abrió a la inversión extranjera, aumentándose el tope de inversión externa en acciones listadas en bolsa a 12% en diciembre de 1994 y a 15% en 1995 (Chowdhury et al {1997}). Japón ha sido la mayor fuente de IED de Corea, seguido de los Estados Unidos y la Unión Europea.

En Filipinas, la Administración Ramos amplió la Foreign Investment Act de 1991, al remover las restricciones a la participación extranjera en empresas que exporten al menos el 60% de su producción; además, se permitió 100% de participación extranjera en empresas que sirvieran al mercado doméstico, excepto en áreas identificadas en la "lista negativa", lista cuya longitud se ha ido reduciendo (Chowdhury, A., et al {1997}). El Congreso por su parte pasó en mayo de 1994 una legislación para permitir la entrada de hasta 10 nuevos bancos extranjeros en los 5 años siguientes (Chowdhury, A., et al {1997}). Antes de esta medida, tan sólo 4 bancos extranjeros operaban en el país. La nueva legis-

lación también amplió el alcance de las operaciones de los bancos extranjeros (Chowdhury, A., et al {1997}). Las mayores fuentes de inversión extranjera de Filipinas han sido Holanda, Estados Unidos, Japón y Gran Bretaña.

En Tailandia la economía se había abierto significativamente a la IED desde los años sesenta. Los procedimientos de aprobación de la inversión extranjera se simplificaron a mediados de los años ochenta, garantizándose una respuesta a las solicitudes de inversión en un máximo de 90 días (Chowdhury, A., et al {1997}). Entre 1992 y 1993 se introdujeron generosos incentivos para la inversión en las zonas distintas a Bangkok, que incluían exenciones permanentes de aranceles a la maquinaria, y de 3 años a las importaciones de materias primas, exenciones del impuesto a la renta por ocho años y deducciones tributarias de los gastos en servicios públicos y del 25% de los costos de instalación por 10 años (Chowdhury, A., et al {1997}). Japón es la mayor fuente de inversión extranjera en Tailandia; atrás se señaló que era además el mayor exportador. Existen fuertes vínculos entre ambas actividades, que están dominadas por compañías japonesas.

Malasia por su parte ha logrado atraer considerables flujos de IED, mediante una combinación de paquetes atractivos de incentivos y la provisión de infraestructura en zonas francas. En octubre de 1993 se aumentaron los incentivos a la IED, al introducir reducciones de impuestos sobre las utilidades de las empresas extranjeras y disminuciones de aranceles sobre un amplio grupo de bienes de equipo (Chowdhury, A., et al {1997}). Las mayores fuentes de IED de Malasia han sido Singapur, Japón, Estados Unidos, la Unión Europea, los NIE's asiáticos y Taiwan.

En Indonesia la IED ha gozado de un ambiente favorable desde la asunción de Suharto al poder en

1965. La fuerte caída de la inversión en 1993 llevó al gobierno a relajar aún más las restricciones. Entre las medidas adoptadas se pueden mencionar las siguientes: la disminución del número de sectores económicos para los que se restringe o prohíbe la IED; la agilización de los procedimientos de aprobación de las inversiones; eliminación de visas para empresarios de 45 países; el aumento del porcentaje permitido de participación extranjera en proyectos de riesgo compartido (joint-ventures), de 80% a 95%; la posibilidad de desarrollar "joint-ventures" para la provisión de infraestructura; la eliminación de la prohibición de inversiones por parte de personas naturales extranjeras; y, la eliminación del requerimiento de inversiones mínimas de capital de US\$250.000 por inversionista. Japón ha sido la mayor fuente de IED en Indonesia, seguido de Hong Kong; Estados Unidos, Corea, Taiwan y Singapur aumentaron recientemente sus inversiones.

D. Los sistemas financieros de los países del Este de Asia: estructura y regulación

Cuando se examina la estructura y el desempeño de los sistemas financieros del Este de Asia antes de la crisis, se descubre con sorpresa que los mismos problemas que aquejaban a estos sistemas en años anteriores y que habían causado crisis financieras en el pasado, reaparecieron en la crisis de 1997: mala regulación y supervisión, inversiones especulativas en bienes raíces y acciones y concentración de préstamos en empresas relacionadas y en unos pocos sectores. La liberación financiera que se inició a mediados de los ochenta, al aumentar la competencia entre entidades sin simultáneamente fortalecer la regulación, agravó la situación. En las secciones que siguen se presentan en forma muy breve algunas características claves de la estructura y de la regulación de los sistemas financieros de la región y se mencionan los problemas que genera-

ron crisis financieras en años anteriores. Debido a la enorme importancia del sistema financiero japonés en la generación de la crisis y en su evolución futura, se ha provisto adicionalmente en los cuadros de las páginas siguientes una información sucinta sobre su estructura y evolución reciente.

1. Bancos de desarrollo y crédito dirigido

Varios países de la región crearon bancos de desarrollo para proveer capital de largo plazo, e instituciones públicas especializadas para proveer financiación a la agricultura y a las empresas medianas y pequeñas. Si bien la movilización de recursos financieros a través de entidades públicas ha tendido a reducirse en los últimos años en forma fuerte en el caso de Corea, sigue teniendo bastante importancia en todos los países de la región, con excepción de Tailandia. Indonesia es el caso extremo, en donde más de la mitad de los recursos financieros se canaliza a través de entidades públicas.

En Japón los bancos gubernamentales de crédito de largo plazo tenían hasta hace pocos años el monopolio para emitir papeles de largo plazo, al igual que los bancos de crédito de largo plazo de Tailandia. En Indonesia, Corea, Malasia y Tailandia se ha guiado a los bancos comerciales públicos para financiar proyectos prioritarios y extender créditos a pequeñas y medianas empresas. Además, los gobiernos de Japón, Malasia, Singapur y Taiwan tienen discreción sobre una parte importante y creciente de los depósitos en las instituciones de ahorro postal y de las compañías de seguros.

2. Regulación prudencial

Japón empezó a fortalecer la regulación prudencial en los 1970s, mientras que Malasia y Tailandia lo hicieron en los 1980s, adoptando los requerimientos

ESTRUCTURA Y EVOLUCION RECIENTE DEL SISTEMA FINANCIERO JAPONES

El sistema financiero japonés vive desde hace más de una década las tensiones resultantes de la transición desde un esquema protegido y segmentado a uno liberalizado y desregulado. Las tensiones no sólo son económicas, sino también culturales. El énfasis japonés en la realización colectiva y en valores como la lealtad, la cooperación, la tradición y la jerarquía, que se ha aplicado también al sector financiero, ha entrado en conflicto con valores occidentales como la competencia y la realización individual. Nunca se ha considerado en Japón a los mercados financieros como mecanismos independientes de asignación de recursos, sino como un instrumento para el desarrollo de las políticas gubernamentales. El espíritu cooperativo imperante en las relaciones entre el gobierno y las entidades financieras "se facilita por el movimiento generalizado de los individuos entre el sector público y el sector privado. Con frecuencia se espera que los funcionarios públicos inicien una segunda carrera trabajando con las mismas empresas que antes regulaban" (Swary y Topf (1993)). Los valores de lealtad, tradición y jerarquía también se reflejan en la estructura jerárquica del sistema, como se verá más adelante. Así mismo, "a menudo se considera la estabilidad como una meta en sí misma, alcanzándose en gran medida. Mientras que los Estados Unidos han experimentado un número siempre creciente de quiebras bancarias....., Japón ha tenido tan sólo una quiebra bancaria desde la Segunda Guerra Mundial" (Swary y Topf (1993)). Estas características "han hecho que el cambio y la adaptación sean más lentos en Japón que en cualquier otra de las grandes economías" (Swary y Topf (1993)).

La estructura actual del sistema financiero japonés refleja todavía en parte la triple segmentación de la actividad financiera establecida varias décadas atrás: la separación del financiamiento directo y el indirecto, de la banca y la fiducia y del financiamiento a corto plazo y a largo plazo. El sistema está compuesto por dos grandes grupos de entidades: los bancos comerciales y las instituciones financieras especializadas. Los primeros incluyen los bancos ciudadanos, los bancos regionales y los bancos extranjeros; las segundas incluyen los bancos de crédito de largo plazo, las entidades fiduciarias, las que sirven a las pequeñas empresas y las entidades públicas.

Bancos ciudadanos

Son bancos nacionales que tradicionalmente han sido proveedores primarios de fondos a las corporaciones y que mantienen relaciones estrechas y casi exclusivas con los grandes conglomerados (banca de mayoreo). Sus recursos dependen en gran medida del mercado interbancario de fondos y tienen acceso limitado al financiamiento a largo plazo. Están excluidos, junto con los demás bancos comerciales, del mercado de seguros.

Bancos regionales

En 1992 había 64 bancos de este tipo. A pesar de que su mercado es local, son instituciones de gran tamaño (la mayoría se encuentra entre los 500 bancos más grandes del mundo). Tienen una base de depositantes muy importante y son grandes proveedores de fondos al mercado interbancario. Sus clientes son las empresas y prestatarios locales.

Bancos extranjeros

Tienen una base limitada de clientes y acceso restringido al mercado de yenes. El grueso de sus negocios es el intercambio de divisas y otras áreas relacionadas y la atención a subsidiarias de empresas extranjeras. A pesar de que su número ha aumentado rápidamente en las últimas dos décadas, su participación en el mercado ha declinado.

Bancos de crédito de largo plazo

Terminada la segunda Guerra Mundial, se asignó a 3 bancos el papel exclusivo de la provisión de crédito de largo plazo para la industria, otorgándoles la facultad casi exclusiva de recibir financiamiento en yenes a largo plazo.

Entidades fiduciarias

Tan sólo un grupo limitado de bancos está autorizado para realizar operaciones fiduciarias. Parte de su actividad se concentra en administrar fondos de pensiones.

Bancos de crédito a la pequeña empresa

En este grupo se incluyen varios centenares de instituciones, que comprenden los bancos Sogo (de ahorro mutuo y préstamos, convertidos recientemente en bancos regionales secundarios), los Shinkin (asociaciones de crédito) y las cooperativas y asociaciones de crédito. Operan a nivel local, sirviendo a clientes pequeños. Cada categoría tiene su propio banco central: por ejemplo, el banco Zenshiren sirve a las asociaciones de crédito y está entre los cien bancos más grandes del mundo; y el banco Norinchukin es el banco cooperativo central para la agricultura y la silvicultura, en donde se depositan los fondos excedentes de las cooperativas de crédito rural.

Instituciones financieras públicas

Entre ellas se destacan el Banco de Importación y Exportación y algunas compañías financieras como la Corporación Financiera para las Pequeñas Empresas y la Corporación de Crédito para la Vivienda, que canalizan el crédito de acuerdo con las políticas gubernamentales. La oficina del Fondo Fiduciario y el Banco de Desarrollo del Japón administran e invierten los fondos captados por el sistema de ahorros postales, diseñado para estimular el ahorro personal de menor cuantía. La exención de impuestos de que gozaban, que explica en parte el auge de este sistema en los ochenta, fue eliminada en 1988 y desde entonces empezó a declinar su participación en el total de depósitos.

ESTRUCTURA Y EVOLUCION RECIENTE DEL SISTEMA FINANCIERO JAPONES (Continuación)

Es importante mencionar que la exclusión de los bancos de los mercados de valores hasta mediados de la década de los ochenta (por el Artículo 65 de la Ley de Valores y Cambios), permitió que las casas de bolsa llenaran ese vacío. Hay más de 200 casas de bolsa en Japón, con una concentración abrumadora de la influencia y el control del mercado en las "cuatro grandes" (Nomura, Daiwa, Nikko y Yamaichi), que adquirieron además una influencia mundial considerable. La fortuna de estas entidades ha estado asociada a la de la Bolsa de Valores de Tokio (BVT), que experimentó un auge considerable en los ochenta (en 1989 llegó a ser la más grande del mundo en capitalización total) y una fuerte declinación en los noventa. Mientras que la capitalización del mercado de la Bolsa de Nueva York pasó de US\$2.793.816 millones en 1988 a US\$8.484.433 millones en 1996, la de la BVT pasó de US\$3.906.680 millones a US\$3.088.850 millones; en valor de las transacciones, la primera pasó de UD\$1.719.731 millones a US\$7.121.487 millones, mientras la BVT pasó de US\$2.597.637 millones a US\$1.251.998 millones; y en número de compañías listadas, la de Nueva York mostró un aumento de 6680 a 8497, mientras en la BVT aumentó de 1967 a 2334 en ese período.

Desregulación financiera

El sistema financiero japonés se ha visto expuesto en la última década al aumento de los riesgos y la declinación de los beneficios como consecuencia de la desregulación -que ha ido borrando las fronteras entre instituciones- y de la desaceleración económica. Desde finales de los años ochenta se ha permitido la introducción de nuevos instrumentos financieros, se han reducido las distorsiones impositivas, se derogaron las regulaciones de la tasa de interés y se relajaron los controles cambiarios. En el caso de los bancos citadinos (y en general de los bancos comerciales), el creciente acceso de las empresas japonesas al financiamiento directo menos caro (papeles comerciales, por ejemplo), y la mayor competencia de la banca extranjera y de las entidades que financian vivienda, los ha llevado a buscar nuevas áreas de actividad para mantener el crecimiento y la rentabilidad, como la compraventa de divisas y valores, los préstamos hipotecarios, las compañías de tarjetas de crédito, las operaciones internacionales y la banca de inversión. Las reglas de capital del BIS y la declinación de la Bolsa de Valores de Tokio en los noventa, alentaron también a estos bancos a reducir su tamaño. La tendencia observada hacia los préstamos de más largo plazo por parte de los bancos comerciales y hacia los préstamos de más corto plazo por parte de los bancos especializados en el largo plazo, está borrando las fronteras entre estos dos tipos de entidades.

El debilitamiento del artículo 65 permitió además que los bancos comerciales compitieran cada vez más con las casas de bolsa; y estas a su vez invadieron actividades de la banca comercial, como la compraventa de divisas y los fondos mutuos. Los bancos pueden ahora comprar y vender valores, realizar actividades de futuros por su propia cuenta y para sus clientes y servir como agente privado para la colocación de valores corporativos y otros valores de deuda, entre otras actividades. Los bancos de crédito a largo plazo a su vez se están transformando en bancos de inversión y han sido muy agresivos en el financiamiento internacional. Los bancos regionales por su parte han ingresado a los mercados nacionales e incluso también a los internacionales. Los bancos extranjeros adoptaron la estrategia de incrementar su financiamiento del consumo y la vivienda y las actividades de leasing y factoring, con el fin de contrarrestar la declinación de los préstamos a las corporaciones.

A la creciente competencia entre entidades se suma la desaceleración económica, que al disminuir la demanda doméstica de crédito, convirtió los mercados financieros japoneses en la década de los noventa en mercados de prestatarios. Ello a su vez produjo una reducción en los márgenes de intermediación, márgenes que ya se ubicaban a comienzos de la década entre los más bajos del mundo (ver cuadro siguiente). El exceso de liquidez hizo además menos dependientes a las empresas japonesas de los bancos, disminuyendo la importancia de las relaciones a largo plazo y de la lealtad corporativa. El auge del crédito de corto plazo a clientes en otros países del Este de Asia, se explica en gran medida por esta declinación en la demanda de crédito en el Japón.

Japón: Tasas de Interés de Captación y Colocación

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Captación	4,14	3,35	2,14	1,70	0,90	0,30	0,30
Colocación	7,53	6,15	4,41	4,13	3,40	2,66	2,45

Fuente: International Financial Statistics, IMF, September 1998.

La necesidad de colocar los excesos de liquidez, llevó a los bancos a realizar préstamos e inversiones poco prudentes, lo que aumentó su cartera incobrable. Con una cartera morosa que en 1998 ascendía a cerca de 30% del PIB japonés, sumado al hecho de que la regulación establece bajos requerimientos de reservas en comparación con los estándares internacionales y a que la capitalización es en extremo baja (y ha mostrado una tendencia a declinar aún más, debido a que los títulos valores que poseen los bancos y que hacen parte del capital social, han sufrido caídas fuertes en precios como resultado de la declinación de la bolsa), se ha aumentado el riesgo de quiebra. La ausencia de información financiera confiable ha empeorado la situación. Hasta la fecha, el Ministerio de Finanzas ha seguido la política de alentar a las instituciones fuertes para que salven a las más débiles mediante fusiones o absorciones, e impedir así las quiebras bancarias.

Fuente: Swary, I. y Barry Topf (1993), La Desregulación Financiera Global. La Banca Comercial en la Encrucijada, Fondo de Cultura Económica; y The Economist, Septiembre 26, 1998.

de capital adecuado del BIS⁸. Indonesia ha sido el último en introducirlos y ha tenido dificultades para implementarlos⁹.

Enfrentados en el pasado a insolvencia potencial debida a préstamos para bienes raíces, los reguladores bancarios de países como Hong Kong y Tailandia limitaron el uso de bienes raíces como colateral. Tailandia sin embargo eliminó estas restricciones en los años noventa. Los reguladores también han buscado reducir la concentración de créditos, limitando los préstamos a entidades relacionadas. El refuerzo de estas medidas ha sido difícil, pues en algunos países (Japón, Tailandia e Indonesia), los bancos y las empresas están estrechamente relacionados mediante vínculos de propiedad y las normas de revelación de información son generalmente débiles.

Finalmente, en relación con la protección a los ahorradores, cabe mencionar que Corea y Taiwan establecieron seguros de depósitos a comienzos de los ochenta. En los demás países existen seguros de depósitos implícitos, pues el gobierno siempre ha salido al rescate de bancos (y ahorradores) cuando surgen problemas, lo que obviamente genera situaciones de riesgo moral.

3. Liberalización financiera

La mayoría de los países de la región desreguló las tasas de interés en los años ochenta. La desregulación de la entrada de nuevos competidores ha es-

tado más limitada, con la excepción de Indonesia. También ha sido lento el proceso de ampliación del rango de actividades que pueden desarrollar los diversos intermediarios.

No deben sin embargo minimizarse los avances al respecto. Desde mediados de la década de los ochenta Corea no sólo eliminó buena parte de los controles a las tasas de interés, sino también empezó a remover restricciones al endeudamiento de las empresas y a los flujos de capitales al país y a permitir mayor competencia en algunos servicios financieros (Stiglitz, {1998}). Si bien el proceso de desregulación sufrió un retroceso en 1989, volvió a retomarse de manera gradual a partir de noviembre de 1991 (Mehran et. al. {1995}). A finales de los ochenta Tailandia inició un proceso similar, reduciendo los encajes, flexibilizando las normas relacionados con las instituciones financieras no bancarias, ampliando el campo de actividades de las entidades y liberalizando el acceso a recursos externos (Stiglitz, {1998}).

En Filipinas la administración Ramos inició el proceso de desregulación en 1993, al eliminar restricciones a la apertura de nuevas sucursales; en mayo de 1994 permitió el ingreso de diez nuevos bancos extranjeros (frente a 4 existentes); en octubre de 1994 permitió además la entrada de compañías de seguros extranjeras sólidas; y en 1995 permitió a los bancos comerciales invertir en compañías de seguros y en entidades financieras públicas que se iban a privatizar (East Asia Analytical Unit {1998}).

4. Crisis financieras previas

Antes de 1997 se habían producido varias crisis financieras en el Este de Asia, como resultado de la combinación de shocks macroeconómicos adversos, regulación prudencial insuficiente y préstamos especulativos. El rápido crecimiento económico y los booms de precios de los bienes raíces, han ten-

⁸ La capitalización, así como los requerimientos de reservas de los bancos japoneses, son sin embargo muy bajas en la actualidad.

⁹ El peligro asociado con liberar los controles a las tasas de interés y eliminar barreras a la entrada, sin fortalecer simultáneamente la regulación prudencial, ha sido patente en este país, donde los bajos requisitos de capital para ingresar al sector y la poca capacidad de reforzar la regulación prudencial, han generado graves problemas de insolvencia.

tado a menudo a las instituciones financieras a especular en propiedades y acciones. Esto ha ocurrido en Malasia, Tailandia, Japón y Hong Kong. A finales de los 1980s las instituciones financieras de estos países enfrentaron considerables dificultades, debido al incremento de la cartera morosa como resultado de la desaceleración económica.

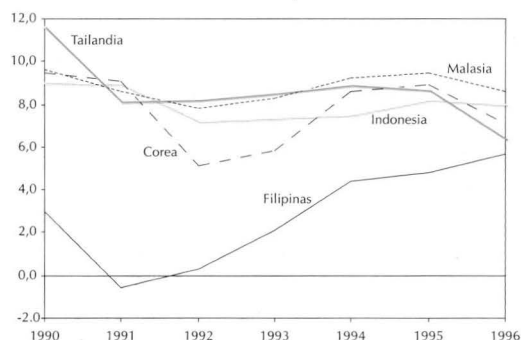
En Corea las dificultades de su sistema financiero en los ochenta se originaron en el alto endeudamiento de las empresas beneficiarias del crédito gubernamental dirigido. Con la caída de la demanda externa, muchas empresas altamente apalancadas se encontraron con grandes excesos de capacidad productiva y dificultades para servir sus deudas. Entre ellas se destacaban las relacionadas con los proyectos gubernamentales prioritarios de construcción de barcos, textiles, maquinaria y construcción en el exterior.

E. Causas de la crisis asiática

Al examinar la crisis asiática, llama poderosamente la atención el hecho de que resultaran vulnerables economías que mostraban una evolución macroeconómica aparentemente muy favorable en los años anteriores a la crisis. Los "fundamentals" eran relativamente sólidos. En primer lugar, el PIB estaba creciendo a tasas muy altas (Gráfico 1), e incluso superiores a las de la década anterior (Cuadro 2). Con excepción de Filipinas, que había observado déficit fiscales en todos los años de la década de los noventa, en los demás países la situación fiscal fue superavitaria en los años previos a la crisis¹⁰ (Gráfico 2); y la inflación era baja, situándose en todos los países en niveles por debajo del 10% (Gráfico 3).

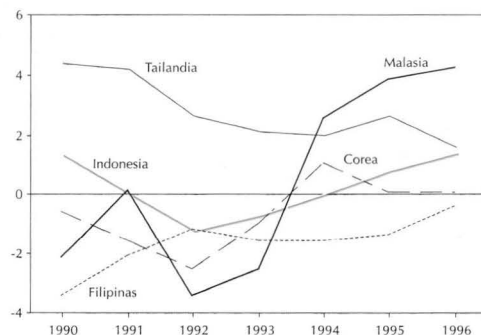
¹⁰ Se ha señalado que los déficit cuasi-fiscales en algunos de estos países, originados en políticas de subsidios, pueden ser de magnitud importante. No existe sin embargo una cuantificación de estos.

Gráfico 1. CRECIMIENTO DEL PIB 1990-1996 (%)



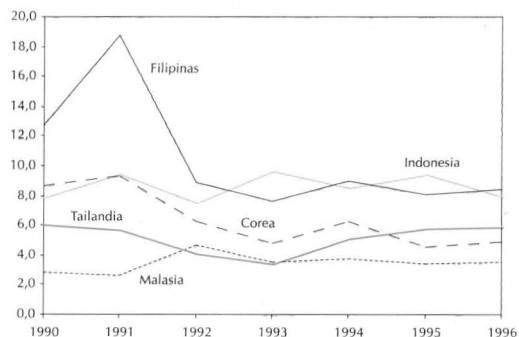
Fuente: FMI (1997).

Gráfico 2. BALANCE FISCAL 1990-1996 (% del PIB)



Fuente: FMI (1997).

Gráfico 3. INFLACION 1990-1996 (%)



Fuente: FMI (1997).

La única variable desalineada era la tasa de cambio real, que venía mostrando en algunos países una tendencia a la revaluación desde 1992 (Cuadro 11) originada en parte por el deseo de mantener tasas de cambio más o menos fijas¹¹. La desalineación había resultado en déficits persistentes en la cuenta corriente de la balanza de pagos¹², y en un aumento importante del endeudamiento externo.

El desequilibrio en cuenta corriente reflejaba diferencias entre el ahorro y la inversión privada¹³ (Gráficos 4A-4E). Si bien en estos países las tasas de ahorro eran altas, la abundancia de ahorro externo permitió financiar tasas de inversión muy superiores a las históricas.

Los flujos de capital externo en gran escala a esta región estuvieron en el centro de la crisis. Los flujos aumentaron de un promedio de 1,4% del PIB en el período 1986-1990 a 6,7% entre 1990 y 1996. El saldo de la deuda total de los países del Este de Asia con la banca extranjera se duplicó entre 1994 y 1997, pasando de US\$153 mil millones a US\$300 mil millones (Cepal {1998}). En Corea, el país que más se endeudó, el mayor endeudamiento correspondió al sector bancario; en los demás países, la mayor parte del incremento del endeudamiento correspondió al sector privado no bancario. El caso extremo fue el de Indonesia, en donde los créditos externos fueron otorgados en dos terceras partes en forma directa al sector privado no bancario y el tercio restante al sistema bancario (Stiglitz {1998}).

Cuadro 11. COMPORTAMIENTO DEL INDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL EFECTIVA^a
(Promedio anual)

País	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997 ^b
Filipinas	100,0	99,8	110,8	110,3	117,1	120,3	129,9	139,3
Malasia	100,0	97,3	103,9	105,0	102,0	102,6	107,0	113,0

^a Las estadísticas del Fondo Monetario Internacional no reportan el índice de la tasa de cambio real de Corea, Tailandia e Indonesia. Un aumento del índice equivale en las estadísticas del Fondo a una revaluación.

^b Corresponde al promedio del segundo trimestre.

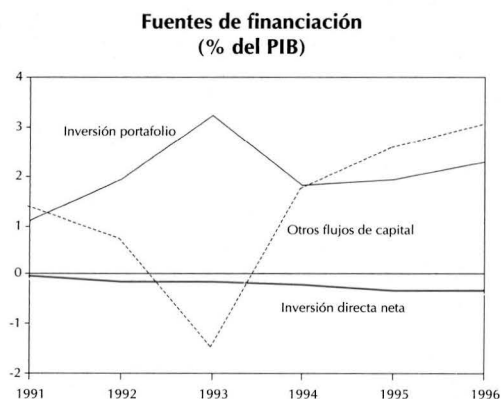
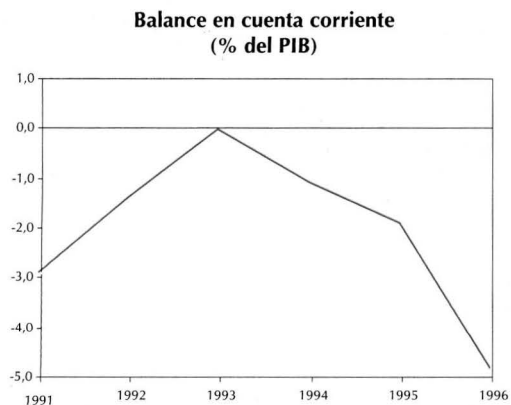
Fuente: International Financial Statistics, IMF, septiembre de 1998.

¹¹ A pesar de que en todos los países las monedas estaban atadas de una u otra manera al dólar estadounidense, no todos los regímenes cambiarios eran idénticos. Malasia, Singapur y Tailandia fijaban el tipo de cambio en función de una canasta de divisas, pero con predominio del dólar de los Estados Unidos; Corea e Indonesia la fijaban en relación con el dólar norteamericano, al igual que Hong Kong, en donde funciona un sistema de caja de conversión y la moneda está atada al dólar norteamericano. Corea tenía un régimen cambiario de "managed float". Desde marzo de 1990 el won se mantenía en una banda de 2.25% por arriba y por abajo de una tasa fijada diariamente por el banco central. Aunque Taiwán y Filipinas en teoría aplicaban un régimen de flotación cambiaria, en la práctica perseguían un objetivo de estabilidad con respecto al dólar de los Estados Unidos (Cepal (1998)).

¹² Respecto a los déficits en cuenta corriente es importante hacer unas precisiones: mientras que estos fueron en promedio de 6,9% del PIB en Tailandia (en los noventa) y de 6,0% en Malasia, en Indonesia y Corea fueron de 2,6% y 2,0% respectivamente, déficits perfectamente sostenibles.

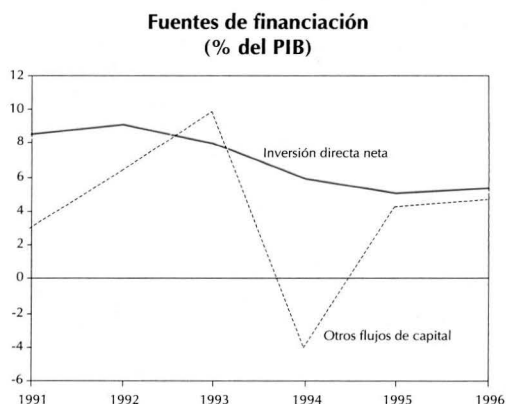
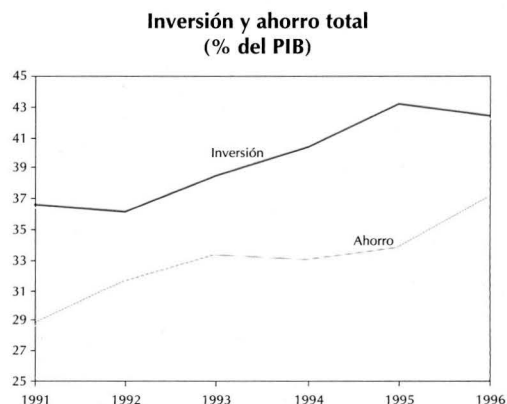
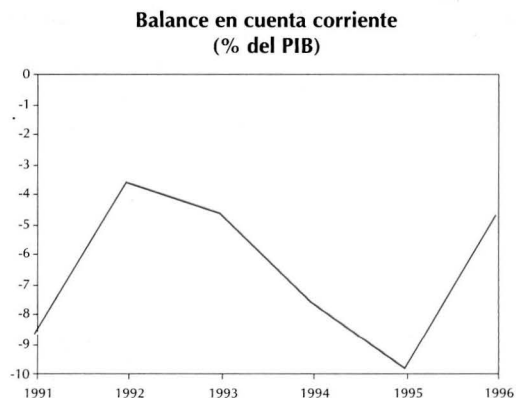
¹³ Los Cuadros 4A y 4E muestran los desequilibrios entre la inversión y el ahorro total y no entre la inversión y el ahorro privado. Sin embargo, debido a que los países de la región mostraron superávits fiscales (o déficit muy reducidos) durante el período, se puede concluir que la fuente de los desequilibrios fue el sector privado.

Gráfico 4A. DESEQUILIBRIOS MACROECONOMICOS Y SU FINANCIACION: COREA



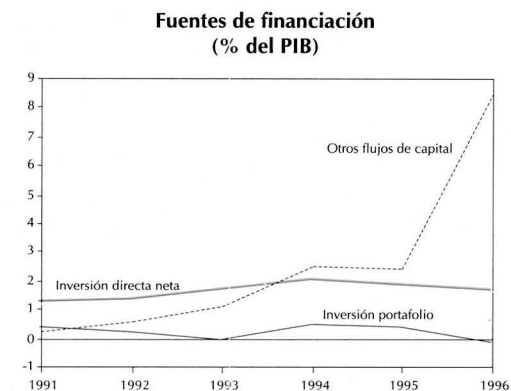
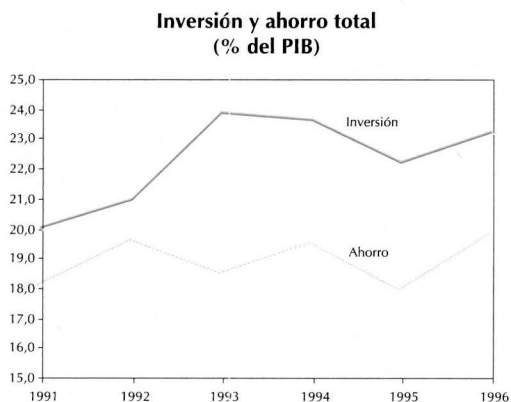
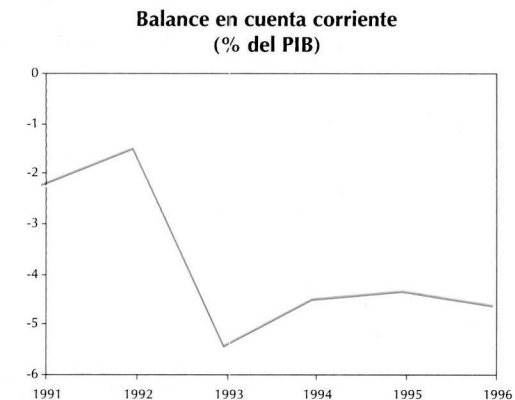
Fuente: FMI (1997).

Gráfico 4B. DESEQUILIBRIOS MACROECONOMICOS Y SU FINANCIACION: MALASIA



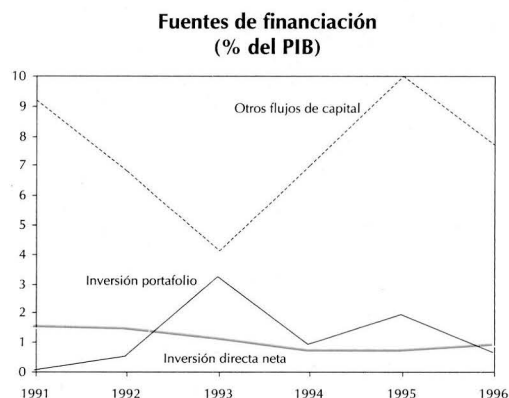
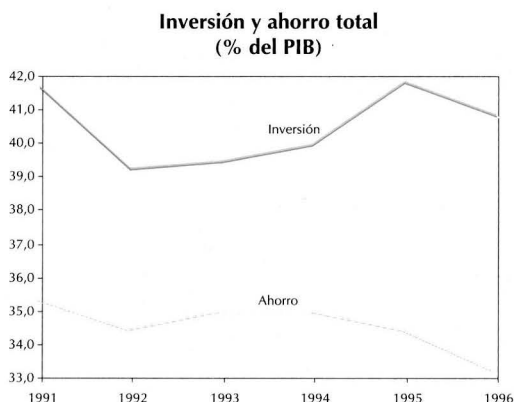
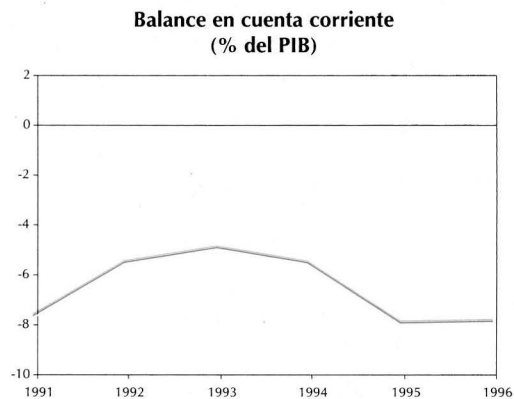
Fuente: FMI (1997).

Gráfico 4C. DESEQUILIBRIOS MACROECONOMICOS Y SU FINANCIACION: FILIPINAS



Fuente: FMI (1997).

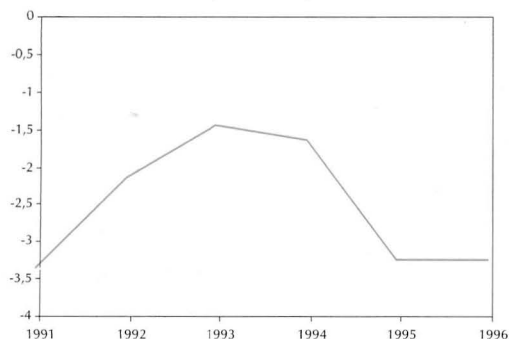
Gráfico 4D. DESEQUILIBRIOS MACROECONOMICOS Y SU FINANCIACION: TAILANDIA



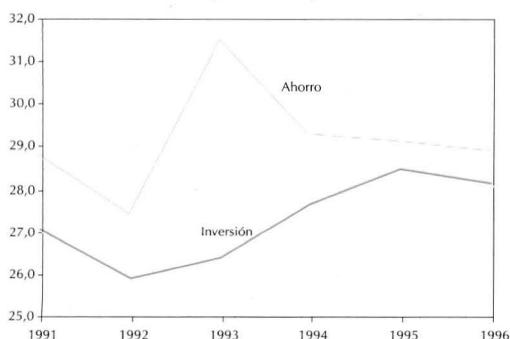
Fuente: FMI (1997).

Gráfico 4E. DESEQUILIBRIOS MACROECONOMICOS Y SU FINANCIACION: INDONESIA

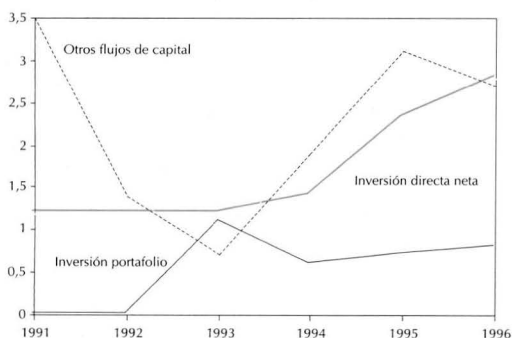
**Cuenta corriente
(% del PIB)**



**Inversión y ahorro total
(% del PIB)**



**Fuentes de financiación
(% del PIB)**



Fuente: FMI (1997).

El mayor endeudamiento correspondió casi en su totalidad al sector privado. En Corea la deuda pública aumentó tan sólo en US\$600 millones, mientras que en el resto de países el endeudamiento público con la banca extranjera disminuyó en valores absolutos (Cepal {1998}). La mayor parte de los créditos fueron además de corto plazo. El saldo de la deuda de corto plazo llegó a superar las reservas internacionales de casi todos estos países (Cuadro 12).

Entre los bancos transnacionales, los japoneses eran a finales de 1996 los principales acreedores de la región, seguidos de los europeos (Cuadro 13). A los bancos japoneses les correspondía, en junio de 1997, el 55% del crédito bancario externo recibido por Tailandia y el 39% del destinado a Indonesia; en los casos de Malasia y Corea, esos porcentajes ascendían a 36% y 23%, respectivamente.

Estos recursos fueron atraídos en parte por las altas tasas de interés, que a su vez reflejaban una política de esterilización parcial de los flujos de capitales. Otros factores, como las altas tasas de crecimiento económico y la estabilidad cambiaria, jugaron también un papel importante en la atracción de capitales a la región. En el caso de los bancos japoneses, los flujos de crédito se explican en parte por las dificultades para colocar recursos en su propio país, que había mostrado una reducción sustancial en las tasas de crecimiento económico en la década de los noventa.

Los flujos de capital produjeron una apreciación de la tasa de cambio real y una expansión de los sectores no transables (bienes raíces, infraestructura, etc.) a costa de los transables, reduciendo el crecimiento de las exportaciones. Permitieron además que el crédito se expandiera rápidamente.

En suma, la crisis no se originó en desequilibrios de las finanzas públicas (como en los modelos de "primera generación" de Krugman), sino en enormes

Cuadro 12. RELACION ENTRE LA DEUDA DE CORTO PLAZO Y LAS RESERVAS INTERNACIONALES (Diciembre 1996)

País	
Corea	3,6
Malasia	0,8
Filipinas	3,0
Indonesia	1,8
Tailandia	1,6

Fuente: Dornbusch (1998).

Cuadro 13. SALDO DE LOS PRESTAMOS INTERNACIONALES AL ESTE ASIATICO Diciembre de 1996 (billones de US\$)

País	Bancos			Total
	USA	Japón	CEE	
Indonesia	5,3	22,0	21,0	55,5
Corea	9,4	24,3	33,8	100,0
Malasia	2,3	8,2	9,2	22,2
Filipinas	3,9	1,6	6,3	13,3
Tailandia	5,0	37,5	19,2	70,2
Total	25,9	93,6	89,5	261,2

Fuente: FMI (1997).

flujos de capital externo de corto plazo dirigidos al sector privado. Como señala Frankel (1998):

"la evidencia estadística¹⁴ sugiere que un déficit grande en cuenta corriente o un alto nivel de deuda no son predictores muy significativos de las crisis. Más importante que la magnitud del déficit en cuenta corriente, es la

forma como se financia y el destino de los recursos. La composición del flujo de capitales importa. En 1997 los países del Este de Asia se endeudaron excesivamente con base en deuda de corto plazo denominada en moneda extranjera".

La mayoría de los analistas coinciden en señalar sin embargo que los factores macroeconómicos jugaron un papel importante en la crisis, más no el papel central. El problema fundamental que causó la crisis no fue macroeconómico, sino microeconómico y regulatorio, relacionado con el sistema financiero y con los métodos asiáticos de administración de empresas:

"Profundas fallas afligían al sistema financiero. Ellas incluían excesivo apalancamiento, y un sistema bancario basado excesivamente en crédito dirigido, crédito conectado y relaciones personales. Diez años atrás, los expertos financieros lo llamaban banca de relaciones, y pensaron que podría ayudar a minimizar los "problemas de información asimétrica y de incompatibilidad de incentivos"; hoy los llamamos "crony capitalism" (Frankel (1998))".

Los sistemas financieros estaban además pobremente regulados. Estos motivos explican que los recursos se orientaran a sectores muy riesgosos, tal como lo predice el modelo de "riesgo moral y sobreinversión"¹⁵. En Corea los créditos se dirigieron a algunos conglomerados industriales altamente endeudados y con demanda saturada¹⁶; en Tailandia alimentaron burbujas especulativas en los mercados de acciones e inmobiliario; en Malasia se orientaron al desarrollo de grandes obras de infraestructura¹⁷.

¹⁴ Frankel cita un estudio de Frankel y Rose (1996) que muestra que la deuda bancaria de corto plazo es un predictor estadísticamente significativo de la probabilidad de una crisis cambiaria, mientras que un volumen elevado de reservas internacionales y de IED tienen el efecto opuesto.

¹⁵ Es difícil mantener a mediano y largo plazo tasas de inversión superiores a 30% del PIB, como las que mostraron algunos países del Este de Asia, sin pérdidas de eficiencia económica.

¹⁶ Como los sectores químico, del acero, de los semiconductores, textil, automotriz y otros sectores y productos de consumo duradero.

Con una mala regulación y supervisión bancaria, los riesgos de un excesivo endeudamiento externo de corto plazo y de su orientación al sector de la construcción, al mercado accionario y a la inversión industrial en sectores con demanda saturada, no se hicieron evidentes.

A estos problemas del sistema financiero se añade el estilo asiático de manejo de las empresas, que está orientado a "empire building", es decir, a maximizar la participación en el mercado y no las ganancias o el precio de la acción (Frankel {1998}). Este estilo, cuyo mejor ejemplo lo proporcionan los "chaebol" en Corea, llevó a desarrollar importantes excesos de capacidad en algunos sectores industriales.

A los factores anteriores se añade la revaluación del dólar estadounidense desde mediados de 1995, que afectó la competitividad de las exportaciones de aquellos países del Este de Asia cuyas monedas estaban atadas al dólar. A esto se sumó el aumento relativo de los costos salariales, frente a países como China, India y Vietnam, con salarios muy inferiores.

Como consecuencia de estos factores, las exportaciones se estancaron en 1996 y la primera mitad de 1997, lo que agravó la situación externa e hizo evidente la necesidad de devaluar. La reducción del crecimiento en los volúmenes exportados y una caída de su valor modificaron radicalmente las relaciones deuda/exportaciones e intereses/exportaciones, lo que en una situación de gran afluencia

de capital, alteró la percepción del riesgo que implicaba otorgar préstamos a la región (Cepal {1997}).

F. La sobre-inversión industrial y el modelo de desarrollo de los países del Este de Asia: una disgresión

La crisis asiática puso en la mesa de discusión un tema tratado por primera vez hace cuatro años por Krugman, el de los "defectos" del modelo de desarrollo asiático, un modelo supuestamente basado en acumulación de insumos y no en cambio técnico.

Krugman venía diciendo desde 1994 que no había nada de especial en el desarrollo asiático y que las diferencias con el desarrollo en otros países eran más de grado que de naturaleza. Venía advirtiendo también que estos países no podían seguir creciendo indefinidamente a las tasas observadas, debido precisamente al modelo de desarrollo adoptado, y además que sus sistemas financieros tenían problemas.

Basándose en un trabajo de Lau, Kim y Young, Krugman ha argumentado que el crecimiento de los países del Este de Asia se ha basado en mera *acumulación de insumos productivos* y no en cambio técnico y desarrollo de capacidad innovadora.

Los factores que determinaron el rápido crecimiento del Este de Asia fueron, según Krugman, altas tasas de ahorro, altas tasas de inversión en capital físico y humano (educación), rápida migración de campesinos desempleados hacia el sector moderno de la economía y orientación exportadora. El cambio técnico no jugó un papel importante.

Las tecnologías adoptadas en estos países fueron desarrolladas en otras partes; de allí que la Productividad Total de los Factores (PTF) haya mostrado

¹⁷ En la última década Malasia había adoptado una estrategia de crecimiento rápido, caracterizada por una proliferación de megaproyectos de infraestructura y bienes raíces, muchos de ellos desarrollados por compañías políticamente bien relacionadas y financiados con deuda bancaria y emisiones accionarias. Los proyectos de infraestructura se otorgaban a empresarios prominentes "a dedo", sin desarrollar procesos competitivos. Fenómenos similares se observaron en Indonesia.

poco o ningún crecimiento¹⁸. Un modelo de crecimiento basado en aumentos en la cantidad de factores (capital y trabajo) y no en el cambio técnico, está sujeto a rendimientos decrecientes y por lo tanto a un retorno a tasas de crecimiento económico "naturales". La sobreinversión y los excesos de capacidad que se generaron en las industrias antes mencionadas, serían por lo tanto, una consecuencia del modelo de crecimiento adoptado.

Una forma sencilla de expresar algebraicamente las ideas de Krugman es mediante la siguiente identidad ("^" expresa cambios porcentuales):

$$\hat{Y} = \hat{\gamma} + \alpha \hat{L} + \beta \hat{K} \quad (1)$$

con:

$$\gamma = PTF \quad \alpha = \frac{wL}{PY} \quad \beta = \frac{rK}{PY}$$

En (1), α representa la participación de los salarios en el producto y β la participación de los beneficios. Para Krugman los dos últimos términos del lado derecho de la ecuación (1) explican el rápido crecimiento económico del Este de Asia, no el primer término; y explicarían también la desaceleración económica reciente.

Los resultados citados por Krugman contradicen los obtenidos por el Banco Mundial y publicados en su libro de 1994, *The East Asian Miracle*. El Banco encuentra que entre 1960 y 1985, los aumentos en la PTF explican un tercio del crecimiento económico de 8 economías asiáticas (Japón, Indonesia, Malasia, Hong Kong, Corea del Sur, Tailandia, Singapur y Taiwan).

¹⁸ El estudio de Lau encuentra sin embargo en Corea una alta contribución de la PTF al crecimiento.

Según Krugman, el Banco Mundial subestimó la rentabilidad del capital (el valor de r), lo que a su vez resultó en una menor contribución de la acumulación de capital y un mayor residuo explicado por la TFP. Stiglitz (1998), ha respondido a esta crítica señalando que, cuando un país está acumulando rápidamente capital, pequeños cambios en el estimativo de la participación del capital (es decir, de β) pueden producir grandes cambios en la contribución de la PTF; y que estimar estas participaciones es problemático, especialmente en el Este de Asia, donde el supuesto de competencia perfecta en los mercados de trabajo y de bienes es inapropiado, al menos en algunas de las economías de la región.

Este debate no se ha cerrado todavía. En un estudio reciente de Sarel (1997) se argumenta que los resultados de los estudios previos reflejaban la utilización de datos de Cuentas Nacionales para cuantificar las variables y en particular para determinar las participaciones del capital y del trabajo en el ingreso nacional. El autor muestra que con información proveniente de la base de datos de Heston-Summers y utilizando métodos alternativos para estimar las participaciones del capital y del trabajo, se obtienen resultados muy diferentes del crecimiento de la PTF. Para el período 1978-96 la PTF habría crecido al 2,0% anual en Tailandia y Malasia, al 1,2% en Indonesia y al -0,8% en Filipinas.

G. Cronología de la crisis

En 1997 la burbuja inmobiliaria estalló en Tailandia, lo que junto con las expectativas de devaluación, llevó a concluir que los bancos y compañías financieras domésticas iban a ser incapaces de servir sus deudas externas si la moneda se devaluaba, lo que llevó a los inversionistas y acreedores extranjeros a tratar de sacar los recursos del país. Gran parte de la crisis fue "self-fulfilling", resultante del pánico y alimentada por el reconocimiento de que otros in-

versionistas estaban retirando su dinero. Debido a que las deudas de corto plazo excedían las reservas internacionales, era racional para cada inversionista individual tratar de ser el primero en sacar su capital (Sachs {1997}).

El reflujo de capitales fue enorme. De un total de flujos netos de capital privado de US\$93 mil millones en 1996, se pasó a un flujo negativo de US\$12 mil millones en 1997, lo que significa un shock equivalente a 11% del PIB de los cinco países analizados.

La reversión de los flujos de capitales se tradujo en fuertes caídas en las reservas internacionales (Cuadro 14) y grandes presiones sobre la tasa de cambio, que obligaron a los gobiernos a dejar flotar sus monedas, después de varios intentos fallidos por defenderlas. Entre julio y agosto de 1997 se produjeron las depreciaciones iniciales de las monedas de Tailandia, Filipinas, Malasia e Indonesia y se deprimieron sus mercados bursátiles¹⁹ (ver la cronología de la crisis en los recuadros de las páginas siguientes) A partir de octubre, la combinación de pánico de los inversionistas extranjeros junto con otros factores de transmisión, llevó a que la crisis bursátil se extendiera a las plazas asiáticas más importantes (Japón, Singapur, Taiwán, Hong Kong) y provocara caídas en las bolsas de Europa y Estados Unidos (Cepal {1998}). Fue entonces cuando las bolsas y los sistemas financieros latinoamericanos se vieron afectados, y se ampliaron los márgenes (spreads)

sobre los bonos de los países de la región (Cepal {1998}). En algunos países latinoamericanos, estos efectos se dieron con rezago, manifestándose plenamente sólo en los primeros meses de 1998 (Cepal {1998}).

Entre junio de 1997 y junio de 1998 la moneda de Tailandia (bath) se devaluó en 63,3%, la de Indonesia (rupiah) lo hizo en 608,8%, la de Corea (el won) en 54,6%, la de Malasia (ringgit) en 64,2% y la de Filipinas (peso) en 58,1% (Cuadro 15). En ese mismo período los índices bursátiles de estos países cayeron en 49,3%, 38,5%, 60,0 %, 57,7% y 37,3% respectivamente (Cuadro 16).

La profundización de la crisis afectó los precios de varias "commodities" a partir del último trimestre de 1997 (Cuadro 17). La crisis redujo los precios de las maderas, las materias primas agrícolas, el arroz, los metales y minerales (cobre, níquel), el caucho y el petróleo, productos para los cuales los mercados del este y el sudeste asiático son importantes²⁰.

En la caída de los precios del petróleo también incidió inicialmente la disminución del consumo de energía en los países desarrollados, debido a un invierno excepcionalmente benigno en el hemisferio norte, y el considerable aumento de la oferta, dentro y fuera de la OPEP (Cepal {1998}). Si bien el precio del cobre ha sido uno de los más afectados por la crisis asiática, antes de la crisis se había anticipado una disminución respecto a los altos valores del primer semestre de 1997, debido a la magnitud de los aumentos previos en producción y existencias (Cepal {1998}).

¹⁹ En estas explicaciones hay que reconocer sin embargo las diferencias entre países. En Malasia, los déficits en cuenta corriente fueron financiados en mayor proporción con inversión extranjera directa, lo que disminuyó sustancialmente los riesgos de ataques especulativos masivos. Los peores escenarios fueron los de Tailandia y Corea, en donde la regulación bancaria era casi inexistente y los déficit en cuenta corriente se financiaron básicamente con deuda externa de corto plazo (Dornbusch {1998b}).

²⁰ Debe recordarse que en 1995 esta región representaba alrededor del 15% de las importaciones mundiales de materias primas agrícolas, de minerales y metales y de petróleo. En el caso particular del cobre, cerca de un tercio de la demanda mundial correspondía a los países del este y sudeste asiáticos.

CRONOLOGIA DE LA CRISIS ASIATICA 1997

Enero: primeros síntomas

Hanbo Steel, un gran chaebol coreano, colapsa bajo US\$6 billones de deuda. Es la primera quiebra de un conglomerado coreano de importancia.

Marzo: otro mal síntoma

Sammi Steel, otro conglomerado coreano, también se derrumba.

Mayo: un detonante

- 7 El gobierno japonés, preocupado por la devaluación del yen, anuncia un aumento en las tasas de interés. La amenaza no se materializa, pero crea nerviosismo entre los inversionistas extranjeros, que empiezan a vender monedas del Sudeste Asiático, produciendo devaluaciones y caídas en las bolsas.
- 14-15 El bath sufre un ataque especulativo masivo.

Julio: las explosiones

- 2 Tailandia flota el baht («managed float»). Este cae 20% hasta Bt29 respecto al dólar. El ringgit de Malasia cae hasta un nivel de MS2,52/\$; el won coreano cae a Won887/\$, la rupiah de Indonesia cae a Rp2,434/\$.
- 8 Malasia interviene para apoyar el ringgit.
- 11 El Banco Central de Filipinas amplía la banda de flotación del peso frente al dólar. Indonesia amplía la banda para su moneda, de 8% a 14%.
- 14 El Banco Central de Malasia abandona la defensa del ringgit.
- 17 Singapur permite la devaluación de su moneda.
- 24 Las monedas de la región sufren devaluaciones adicionales. El primer Ministro de Malasia culpa a los especuladores internacionales de estas devaluaciones.

Agosto: el primer paquete del FMI

- 5 El Banco Central de Tailandia suspende a 48 entidades financieras.
- 14 Indonesia abandona la banda y deja flotar la rupiah. Esta cae a Rp2.682/\$.
- 20 El FMI aprueba un paquete de rescate de \$17.2 billones para Tailandia.

Octubre: Wall Street siente los efectos

- 14 Taiwan devalúa su moneda.
- 20-23 El Hang Seng cae 25% en 4 días.
- 27 El Hang Seng cae un 5,5% adicional, detonando una reacción mundial. El Dow Jones declina 554 puntos (7,2%), su mayor caída en un solo día en toda su historia. Nasdaq cae 115,43 puntos y el S&P 500 cae 64,65 puntos. Las bolsas de latinoamérica sufren pérdidas record.
- 31 El FMI otorga a Indonesia un paquete financiero de apoyo por US\$23 billones (este posteriormente aumenta a US\$40 billones). Brasil dobla sus tasas de interés para defenderse de la especulación contra su moneda.

Noviembre: la crisis se extiende

- 10 Brasil recorta el gasto público 15% y aumenta las tasas de interés, llevándolas al 43%.
- 12 El Nikkei 225 cae a su nivel más bajo en más de 2 años, como resultado de la devaluación del yen frente al dólar. El Dow Jones pierde más de 155 puntos.
- 17 Corea deja de apoyar su moneda, y esta cae a más de Won 1.000\$. Se quiebra el Hokkaido Takushoku Bank, décimo banco comercial por tamaño, como resultado del deterioro de su cartera. Es el primero de los grandes bancos japoneses en colapsar.
- 20 El Won se devalúa al máximo permitido del 10% en 3 días.
- 24 Yamaichi Securities, la cuarta casa de bolsa del Japón, fundada 100 años atrás, anuncia su cierre. Es la mayor quiebra empresarial de Japón. Sus deudas se estiman US\$23.82 billones; se sospecha que tiene deudas adicionales por US\$1.6 billones por fuera del balance. A ella le precedió la quiebra de Sanyo Securities.
- 26 Quiebra el Tokuyu City Bank, un banco regional de Japón.

Diciembre: Corea cerca del desastre

- 4 El FMI aprueba un paquete de rescate para Corea por \$57 billones.
- 6-8 Halla, el conglomerado 11 de Corea, entra en liquidación. Tailandia liquida 56 compañías financieras. Malasia recorta el gasto público en 18%, su mayor cambio de política por décadas.
- 12 Los bancos internacionales concluyen que Corea debe negociar el paquete de \$57 billones del FMI. El Won cae hasta un nivel de Won 1.891/\$.
- 17 Japón recorta el impuesto sobre la renta de personas naturales en \$16 billones.
- 18 Kim Dae Jung es elegido presidente de Corea.
- 26 El won se devalúa en cerca de 25%.

Fuente: Financial Times, julio 10 de 1998; Wall Street Journal Américas, varios números; Chronology of the Asian Currency Crisis and It's Global Contagion (1998), en Internet.

CRONOLOGIA DE LA CRISIS ASIATICA 1998

Enero: Indonesia en crisis cambiaria y Corea refinancia

- 15 El FMI firma un nuevo acuerdo de reforma económica con Indonesia.
- 17 Los bancos internacionales llegan a un acuerdo con Corea para refinanciar la deuda de corto plazo hasta marzo 31.
- 22 La Rupiah colapsa, cayendo a un nivel de Rp17.000/\$.
- 27 Indonesia suspende temporalmente los pagos del servicio de la deuda externa.
- 28 Corea liquida 10 merchant banks. Varios de ellos están afiliados a grandes chaebol.
- 29 Se llega a un acuerdo entre el gobierno de Corea y los bancos internacionales para cambiar US\$24 billones de deuda de corto plazo por deuda a 1-3 años garantizada por el Gobierno.

Febrero: Japón intenta rescatar su sistema financiero

- 6 El parlamento japonés aprueba un esquema de salvamento del sistema financiero por US\$239 billones, de los cuales cerca del 56% se utilizará para garantizar los depósitos y el resto para comprar acciones preferenciales de los bancos.

Abril: se acentúa la crisis japonesa

- 2 El Nikkei cae 3.3%.
- 3 Moody's baja la calificación de la deuda soberana de Japón. Debate sobre el FMI en el congreso norteamericano: ataque generalizado al desempeño del Fondo Monetario en Asia.
- 8 Otro acuerdo sobre reforma económica entre el FMI e Indonesia.
- 17 El déficit en la balanza comercial de Estados Unidos llega a \$2.1 billones en enero, la más alta cifra mensual de toda su historia.

Mayo: crisis política en Indonesia

- 8 Desórdenes estudiantiles en Jakarta.
- 13 El mercado bursátil de Jakarta cae 8%; la rupiah cae a mas de Rp10.000/\$.
- 19 Rusia aumenta las tasas de interés en 50%.
- 21 Renuncia Suharto. Lo sucede su vicepresidente, B.J. Habibie.
- 26 El PIB de Corea cae 3.8% en el primer trimestre.
- 27 Con el rublo bajo enormes presiones, Rusia aumenta las tasas de interés a 150%.

Junio: los Estados Unidos intervienen

- 8 El yen cae por debajo de Y140/\$. El dólar australiano cae a A\$1.65/\$, ligeramente por encima del nivel más bajo de su historia.
- 10 El dólar de Taiwan en su nivel más bajo en 11 años.
- 12 Japón anuncia que el PIB anualizado del primer semestre cayó 5.3%.
- 18 Estados Unidos y Japón intervienen para sostener el Yen.
- 23 Hong Kong anuncia un paquete de \$32 billones para apoyar su moneda.
- 30 El baht se ubica en Bt42.2/\$; el ringgit en M\$4.128/\$; el won en 1.373/\$; la rupiah en Rp14.750/\$.

Julio: Cae el primer ministro japonés

- 10 Ruytaro Hashimoto, primer ministro de Japón, presenta su renuncia ante la incapacidad de darle una salida clara y efectiva a la crisis financiera.
- 13 Rusia obtiene una ayuda histórica de US\$22.6 billones.

Agosto: Derrumbe de Rusia y nuevos ataques especulativos en Brasil y otras regiones

- 10 Caída fuerte de los precios bursátiles en la mayoría de las bolsas del mundo.
- 17 Rusia anuncia que permitirá que el rublo caiga alrededor de 34% frente al dólar; también anuncia una moratoria de 90 días sobre el pago de US\$40 mil millones en deuda bancaria y empresarial con acreedores extranjeros y una reestructuración forzosa de US\$40 mil millones en letras del Tesoro con vencimiento antes de diciembre de 1999.
- 21 La crisis rusa afecta a todos los mercados bursátiles.
- 23 Yeltsin destituye al primer ministro y propone a Chernomyrdin.
- 27 Los mercados bursátiles a nivel mundial registran caídas espectaculares.

Fuente: Financial Times, julio 10 de 1998; Wall Street Journal Américas, varios números; Chronology of the Asian Currency Crisis and It's Global Contagion (1998), en Internet.

Cuadro 14. RESERVAS INTERNACIONALES^a DE LOS PAISES DEL ESTE ASIATICO 1997-1998

Año/mes	Corea	Indonesia	Malasia	Filipinas	Tailandia
1997					
Marzo	29.893	19.012	27.710	10.408	37.074
Junio	34.069	20.336	26.588	9.781	31.361
Septiembre	30.389	20.275	22.159	9.421	28.622
Diciembre	20.367	16.587	21.101	7.266	26.179
1998					
Marzo	29.683	15.770	19.804	7.831	26.893
Junio	40.835	17.950	19.715 ^b	9.024	25.785

^a Reservas totales menos oro.

^b Cifra a mayo.

Fuente: International Financial Statistics, IMF, varios números.

Cuadro 15. COMPORTAMIENTO DE LA TASA DE CAMBIO DE LOS PAISES DEL ESTE DE ASIA 1997-1998 (Por US dólar)

Año/mes	Corea (won)	Indonesia (rupiah)	Malasia (ringgit)	Filipinas (peso)	Tailandia (bath)
1997					
Enero	864,1	2.376,5	2,48	26,35	25,91
Febrero	864,3	2.397,5	2,48	26,33	25,89
Marzo	895,5	2.401,0	2,47	26,36	25,97
Abril	892,0	2.430,0	2,51	26,37	26,12
Mayo	891,5	2.432,5	2,51	26,37	24,92
Junio	888,0	2.431,5	2,52	26,37	25,90
Julio	890,0	2.615,0	2,63	29,00	31,87
Agosto	902,5	2.950,0	2,91	30,40	34,19
Septiembre	914,4	3.270,0	3,24	34,35	36,30
Octubre	964,8	3.605,0	3,35	35,37	41,02
Noviembre	1.169,5	3.647,5	3,49	34,83	40,25
Diciembre	1.695,0	5.495,0	3,89	39,90	48,15
1998					
Enero	1.525,0	10.500,0	4,18	42,65	52,75
Febrero	1.633,0	8.850,0	3,67	39,90	43,10
Marzo	1.385,0	8.650,0	3,64	37,90	39,25
Abril	1.336,0	8.075,0	3,74	40,15	38,67
Mayo	1.407,5	11.300,0	3,84	38,95	40,39
Junio	1.373,0	14.800,0	4,14	41,70	42,30
Julio	1.230,5	13.150,0	4,11	42,10	40,85
Agosto	1.350,5	11.200,0	4,18	43,80	41,90
Septiembre	1.390,7	10.700,0	3,80	43,75	39,53

Fuente: Emerging Stock Markets Factbook 1998, IFC; Monthly Review of Emerging Stock Markets, IFC, varios números.

Cuadro 16. COMPORTAMIENTO DE LOS INDICES DE PRECIOS BURSATILES DE LOS PAISES DEL ESTE DE ASIA 1992-1998 (En moneda local)

Año/mes	Corea KSE Composite	Indonesia JSE Composite	Malasia KLSE Composite	Filipinas PSE Composite	Tailandia SET
1992					
Diciembre	678,4	274,3	644,0	1.256,2	893,4
1993					
Diciembre	866,2	588,8	1.275,3	3.196,1	1.682,9
1994					
Diciembre	1.027,4	469,6	971,2	2.785,8	1.360,1
1995					
Diciembre	882,9	513,9	995,2	2.594,2	1.280,8
1996					
Diciembre	651,2	637,4	1.238,0	3.170,6	831,6
1997					
Enero	685,8	691,1	1.216,7	3.421,9	788,0
Febrero	676,5	705,4	1.270,7	3.315,3	721,6
Marzo	677,3	662,2	1.203,1	3.223,0	705,4
Abril	703,2	652,1	1.080,2	2.648,2	661,3
Mayo	756,8	696,0	1.104,8	2.809,5	566,4
Junio	745,4	724,6	1.077,3	2.809,2	527,3
Julio	726,1	721,3	1.012,8	2.616,4	665,6
Agosto	695,4	494,0	804,4	2.021,5	502,2
Septiembre	647,1	546,7	814,6	2.057,4	544,5
Octubre	470,8	500,4	664,7	1.818,1	447,2
Noviembre	407,9	401,7	545,4	1.771,9	395,5
Diciembre	376,3	401,7	594,4	1.891,3	372,7
1998					
Enero	558,3	485,9	569,5	1.948,0	495,2
Febrero	548,4	482,4	745,4	2.266,3	528,4
Marzo	481,0	541,4	719,5	2.238,4	459,1
Abril	421,2	460,1	626,0	2.181,3	412,1
Mayo	336,6	420,5	538,2	2.011,5	325,6
Junio	297,9	445,9	455,6	1.760,1	267,3
Julio	343,3	481,7	402,7	1.607,6	266,7
Agosto	310,2	342,4	302,9	1.192,3	214,5
Septiembre	310,3	276,2	373,5	1.259,6	253,8

Fuente: Emerging Stock Markets Factbook 1998, IFC; Monthly Review of Emerging Stock Markets, varios números.

La crisis cambiaria y bursátil en el Este de Asia se convirtió rápidamente en una crisis de deuda, que empezó a arrastrar empresas y entidades financieras. La salida de capitales llevó a un fuerte incremento en las tasas de interés domésticas. "La combi-

nación de devaluación y aumentos en las tasas de interés produjo un rápido deterioro de la cartera de los bancos, especialmente cuando los proyectos inmobiliarios se fueron a la quiebra. En muchos casos las empresas constructoras y de finca raíz se habían

Cuadro 17. PRECIOS INTERNACIONALES DE ALGUNOS PRODUCTOS PRIMARIOS

Año/mes	Cobre (US centavos/libra)	Petróleo ^a (US\$/barril)	Madera ^b (US\$/metro cúbico)	Níquel (US centavos/libra)
1994 (promedio)	104,58	17,18	316,32	287,21
1995 (promedio)	133,00	18,43	257,68	373,02
1996 (promedio)	104,03	22,13	253,74	340,38
1997				
Enero	110,10	24,93	240,56	320,65
Febrero	109,16	21,83	233,72	350,93
Marzo	109,78	20,66	237,35	358,03
Abril	108,38	19,40	240,16	331,72
Mayo	114,00	20,50	252,18	339,11
Junio	118,45	18,87	264,85	320,24
Julio	111,09	19,32	254,33	309,93
Agosto	102,06	19,62	245,37	306,83
Septiembre	95,45	19,59	232,62	294,76
Octubre	93,02	21,21	227,36	289,10
Noviembre	87,02	19,88	216,94	278,38
Diciembre	79,90	18,16	210,67	269,54
1998				
Enero	76,55	16,70	197,10	248,98
Febrero	75,48	16,06	202,50	243,45
Marzo	79,25	15,11	195,47	244,81
Abril	81,65	15,32	168,95	244,53
Mayo	78,55	14,90	149,08	227,56
Junio	75,14	13,71	132,94	202,16
Julio	75,10	14,12	134,83	196,52

^a West Texas Intermediate.

^b Hardwood Logs de Malasia.

Fuente: International Financial Statistics, IMF, varios números.

endeudado en moneda extranjera sin cubrirse contra el riesgo cambiario para financiar estos proyectos" (Radelet y Sachs {1998}). "Además, como los bancos eran prestamistas netos en dólares, la devaluación les redujo en forma súbita su capital" (Radelet y Sachs {1998}). La pérdida de capital bancario se sumó a la salida de capitales, para producir una severa contracción del crédito doméstico.

La cartera morosa de los bancos coreanos, definida como los créditos sin colateral que están en mora por 6 meses, era del 2,7% del total de créditos a finales de 1997. Incluyendo aquellos con colateral

en esta definición, la cifra ascendía a 6%; y usando la definición estricta de cartera morosa, que es aquella con 3 meses de mora, esta ascendía al 15%-20%.

Para evitar una crisis sistémica, el gobierno coreano salió a capitalizar dos grandes bancos comerciales, el Korea First Bank y el Seoulbank, que sufrieron una fuerte caída en depósitos. Con la capitalización, el gobierno quedó con el 59% de la propiedad de estos bancos. A finales del año 1997 quebró Coryo Investment & Securities, la primera quiebra de una institución financiera coreana en más de tres déca-

das. A ella le siguió la de Dongsuh Securities Co. El gobierno suspendió también las operaciones de cinco "merchant banks" incapaces de pagar sus deudas: Nara Banking, Daehan Investment Banking, Shinhan Investment Bank, Central Banking y Hanwha Merchant Bank. Estos bancos debían elaborar planes para aumentar su capital o fusionarse a más tardar a fines de 1997. En enero se decidió finalmente liquidar 10 "merchant banks"²¹.

En Japón quebró el Hokkaido Takushoku Bank, el primero de los grandes bancos japoneses en colapsar. Yamaichi Securities, la cuarta casa de bolsa del Japón, también se liquidó. Posteriormente se quebró el Tokuyu City Bank, un banco regional de Japón. Al menos cinco bancos se encuentran en mala situación: Long Term Credit Bank of Japan Credit Ltd., Nippon Credit Bank Ltd., Mitsui Trust & Banking Co. Ltd., Yasuda Trust & Banking Co. Ltd y Chuo Trust & Banking Co. Ltd.²². En febrero 6 de 1998 el parlamento japonés aprobó un esquema de salvamento del sistema financiero por US\$239 billones, de los cuales cerca del 56% se utilizará para garantizar los depósitos en los bancos quebrados o con problemas y la suma restante para comprar acciones preferenciales de los bancos.

Las fuertes devaluaciones y las altas tasas de interés que les siguieron afectaron especialmente a las empresas más apalancadas, como las coreanas. En Corea, en total ocho de los 30 mayores conglome-

rados se quebraron o están sufriendo graves problemas financieros. Entre ellos se puede mencionar la quiebra del Chong Gu Group, un gigante coreano de la construcción, que tenía deudas por US\$713 millones. Con ella sumaron cinco grandes compañías de construcción que quebraron.

La crisis financiera y cambiaria y la quiebra de bancos y empresas que trajo consigo, produjo una recesión en casi todos los países de la región. Para 1998 se ha proyectado un crecimiento del PIB de Corea de -4,3% (frente a 5,5% en 1997), de -15,0% para Indonesia (frente a 5,0% en 1997) y de -7,2% para Tailandia (frente a -0,4% en el año anterior). Filipinas y Malasia experimentarían un crecimiento positivo, pero muy inferior al del año 1997.

La crisis no ha terminado, y quizás algunos de sus efectos más negativos todavía están por producirse. El 10 de agosto de 1998 se produjo una fuerte caída en los precios de casi todas las bolsas del mundo, cuando las preocupaciones por la situación del sector bancario japonés produjeron una caída en el yen, lo que se sumó a los temores por una mayor desaceleración económica internacional. La devaluación del yen con respecto al dólar hizo que los inversionistas centraran su atención sobre la posibilidad de que China se viera forzada a devaluar el yuan, lo que a su vez afectaría el dólar de Hong Kong (que está atado al dólar norteamericano) y desataría una nueva ola de devaluaciones en Asia. La causa primaria de la caída del yen fue la creciente conciencia de que el nuevo primer ministro carecía de la voluntad política para solucionar la crisis bancaria de ese país.

En agosto 17 por su parte se produjo el anuncio del gobierno de Rusia de aumentar el techo de la banda de flotación de su moneda de 6,3 rublos por dólar a 9,5, lo que permitió que esta se devaluara adicionalmente en 34% frente a la tasa vigente.

²¹ Estos bancos, especializados en préstamos de corto plazo a las empresas, han estado en el centro de la crisis. Se financiaron con recursos baratos del exterior, que invirtieron en mercados emergentes de alta rentabilidad ("high yield") pero muy riesgosos, como los de Indonesia, Brasil y Rusia.

²² Se ha denunciado además que los bancos japoneses han hecho acuerdos "tobashi", donde las pérdidas se ocultan, transfiriéndolas entre clientes.

También se anunció una moratoria de 90 días sobre el pago de US\$40 mil millones de deuda externa y una reestructuración forzosa de otros US\$40 mil millones en letras del Tesoro con vencimiento antes de finalizar 1999. Así mismo, desde finales de agosto Brasil ha vuelto a sufrir ataques especulativos contra su moneda, fuertes caídas en reservas y un desplome de sus bolsas.

La quiebra de bancos y empresas, la desaceleración económica y el aumento del desempleo en los países del Este de Asia, en Japón y en Rusia, han tenido también repercusiones políticas muy importantes²³. En noviembre de 1997 renunció el ministro de economía y finanzas de Corea del Sur. En ese mismo mes el país eligió como presidente por un término de 5 años, a Kim Dae-jung, un antiguo disidente de discurso populista, que rápidamente se transformó a la ortodoxia.

En enero de 1998 renunció el ministro de finanzas de Japón, como resultado de un escándalo por soborno a inspectores bancarios. El gobernador del Banco Central del Japón debió por su parte renunciar en marzo como resultado de escándalos relacionados con funcionarios del banco que intercambiaban información interna por sobornos. El primer ministro Ryutaro Hashimoto renunció en julio, siendo reemplazado por otro miembro de su partido, Keizo Obuchi. En Filipinas ganó las elecciones del 11 de mayo Joseph "Erap" Estrada, un actor de cine y televisión, con un programa populista. En Rusia, en agosto, el presidente ruso cambió totalmente su gabinete ministerial y destituyó al primer ministro;

y en Indonesia, la inestabilidad política le costó el puesto a Suharto en el mes de mayo²⁴.

IV. LAS RESPUESTAS DEL FMI A LA CRISIS ASIÁTICA Y LAS POLEMICAS QUE DESATARON

El FMI propuso a los países en crisis dos paquetes de medidas: uno que buscaba enfrentar la crisis de balanza de pagos y otro que perseguía reformas estructurales. El primero combinaba la ayuda financiera con las recetas tradicionales de sus programas de ajuste (recorte del gasto público y eliminación de subsidios, política monetaria y crediticia restrictiva, etc), dirigidas a aumentar las tasas de interés, con el objeto de detener y/o revertir las salidas de capitales, prevenir mayores devaluaciones y limitar el impacto inflacionario de estas. El segundo buscaba fundamentalmente reformar y fortalecer los sistemas financieros de algunos países de la región, con medidas como las de mejorar la regulación y supervisión bancaria (reforzando las normas sobre capital adecuado), liquidar bancos insolventes, modificar los esquemas de otorgamiento de crédito (crédito dirigido y conectado) y abrir aún más los mercados financieros a la inversión extranjera. Algunas de las reformas estructurales exigidas iban más

²⁴ En esto la crisis asiática se asemeja también al "crack" de 1929, que trajo consigo una gran inestabilidad política. Surgieron gobiernos dictatoriales en muchos países de Europa y en países en desarrollo, al igual que en Japón. El nazismo se tomó el poder en Alemania y el fascismo se instaló en Italia, España, Japón y hasta Argentina.

²⁴ Suharto, con 76 años de edad y 32 años en el poder, logró en marzo su séptima reelección presidencial para un período de cinco años, con el ministro de tecnología Jusuf Habibie como su vicepresidente. El nepotismo y el favoritismo se reflejaron en la conformación de su gabinete. Designó a su hija mayor (que dirigía un conglomerado que desarrollaba proyectos de energía) como ministro de asuntos sociales, a su socio Bob Hasan (que también dirige un imperio comercial y domina la industria forestal) como ministro de comercio e industria y a Fuad Bawazier (director general del servicio de taxis, tesorero de una fundación presidencial y miembro de la junta directiva de dos bancos estatales con préstamos considerables a las empresas de propiedad de familiares de Suharto) como ministro de finanzas. El descontento resultante de estas decisiones, sumado a las revueltas populares y a los ataques étnicos originados en escaladas de precios de los bienes de consumo masivo, produjeron cientos de muertos y una enorme inestabilidad política, y obligaron finalmente a renunciar a Suharto, que entregó el poder a su vicepresidente.

lejos, pues se demandaron reformas comerciales y laborales, abolición de algunos monopolios, mejoras en el manejo de las empresas y en la información al público sobre su desempeño, e incluso, modificaciones en las reglas de juego políticas.

Los paquetes de crédito que ofreció a cambio el FMI fueron enormes, constituyéndose en los mayores rescates financieros de toda la historia:

- Para Tailandia ofreció US\$17.2 billones, de los cuales US\$3.9 billones correspondían a créditos del FMI y el resto a otras entidades multilaterales y algunos gobiernos.
- Para Indonesia ofreció por su parte US\$46 billones, de los cuales US\$10 billones correspondían a créditos del FMI.
- Finalmente, a Corea le ofreció la mayor suma, US\$57 billones. De este monto, US\$21 billones correspondían a créditos del FMI, la suma más alta jamás otorgada a un gobierno por esta entidad. Otros US\$10 billones provenían del Banco Mundial y US\$24 billones eran créditos de países, a utilizarse como último recurso (de Estados Unidos (US\$5 billones), Japón, Francia, Alemania, Gran Bretaña, Canadá, Italia, Australia, Bélgica, Holanda, Nueva Zelandia, Suecia y Suiza). El Banco Asiático de Desarrollo también ofreció recursos a Corea.

La ayuda financiera ofrecida a Corea supera la otorgada a México en 1995 (de US\$ 50 billones). Directamente el FMI le ofreció a Corea US\$15.5 billones, frente a US\$12.1 billones a México en enero de 1995 y US\$10 billones a Indonesia. Estos constituyen los créditos de mayor volumen que ha otorgado el FMI en su historia.

En total el FMI le ofreció a Asia US\$120.2 billones; a Rusia por su parte le ofreció créditos por US\$22.6

billones. No extraña por lo tanto que el FMI se quedara sin recursos y se viera obligado a solicitar una ampliación de aportes a los países miembros y especialmente a Estados Unidos. El gobierno norteamericano le pidió al Congreso otorgar otros US\$18 billones a la entidad.

Las medidas del FMI para el Este de Asia recibieron inicialmente fuertes críticas por parte de economistas norteamericanos muy prestigiosos, como Feldstein, Sachs y Dornbusch. Las críticas básicamente señalaban que el FMI se estaba excediendo en sus atribuciones, tratando de convertirse en un supra-gobierno que dicta todo tipo de reformas, que el dinero ofrecido por el FMI (y provisto por los contribuyentes) podía terminar en manos de una docena de bancos internacionales con problemas y que además era una entidad donde primaba el secreto, no democrática y que no tenía contrapesos adecuados en sus diagnósticos y propuestas. También se dijo que el FMI intentaba aplicar el mismo paquete a países con condiciones muy diferentes y que el paquete para el Este de Asia podía causar más daño que beneficio.

Para Sachs (1997), los programas de ajuste iban a producir una contracción macroeconómica severa, que no estaba justificada. En Corea, a pesar de que el won se había depreciado 80% en 1997, lo que generaba una presión inflacionaria enorme, el FMI insistió en se que mantuviera una tasa de inflación constante de 5,2% en 1998, frente a 4,2% en 1997, lo que implicaba una política monetaria muy restrictiva. De hecho, al firmarse el programa, las tasas de interés de corto plazo aumentaron de 12,5% a 21% y siguieron subiendo en los meses siguientes (Sachs {1997}). Además, el FMI había solicitado un ajuste fiscal del orden de 1,5% del PIB.

El FMI también le pidió a Corea suspender 12 de un total de 30 merchant banks, acelerar el castigo de

los estados financieros por parte de las instituciones financieras y tomar medidas para evitar el cruce de garantías de deuda entre unidades de un conglomerado. Los bancos debían cumplir además los standards del BIS. Adicionalmente, el FMI exigió reformas comerciales²⁵, mayor apertura a la inversión extranjera en el sector financiero y el mercado de capitales²⁶, eliminación de los controles al endeudamiento externo privado, reformas laborales y reformas al régimen legal bajo el que operan las empresas coreanas. El Fondo insistió además en que todos los candidatos presidenciales "endosaran" este programa (Sachs {1997}).

En Indonesia el FMI pidió liquidar varios bancos débiles, que habían sido atrapados por el ciclo de auge y declinación del crédito externo, lo que a su vez generó corridas bancarias en bancos sólidos, y agravó la situación del sistema financiero. En Filipinas por su parte las tasas de interés de corto plazo debieron superar el 100% anual para poder cumplir con las metas crediticias fijadas por el FMI (Sachs {1997}).

Sachs (1997) criticó fuertemente la estrategia inicial del FMI, señalando que *no había necesidad de programas de ajuste tan brutal cuando los "fundamentals" estaban en buen nivel*. Estos programas podían agravar la recesión y deteriorar aún más la situación

económica de estos países. Para Sachs la región no necesitaba ajustes presupuestales, mayores restricciones crediticias y más cierres bancarios; lo que necesitaba era dejar flotar las monedas, para no perder reservas y para no tener que aumentar las tasas de interés (y trazarse la meta ilusa de mantener fuerte la moneda), políticas fiscales y monetarias estables o ligeramente expansionistas para contrabalancear la reducción en el crédito externo y un fortalecimiento de la regulación bancaria, no liquidando bancos, sino empujando a los bancos débiles a fusionarse con los fuertes. Obligar a los bancos a cumplir los requisitos de capital del BIS y al gobierno a adoptar una política crediticia restrictiva, agravaría aún más la situación de "credit crunch" que se había producido como consecuencia de la salida de capitales. Presionar además por cierres de bancos en una situación en que el tratamiento de los depositantes es incierto (el seguro de depósitos es implícito, no explícito), agravaría la crisis financiera y aumentaría la fuga de capitales, como efectivamente ocurrió.

Sachs también señaló que si las operaciones de salvamento de estos países (que implican créditos por más de US\$120 billones) se manejaban de forma incorrecta, podían terminar ayudando exclusivamente a una docena de bancos internacionales a evitar las pérdidas por créditos riesgosos (Sachs {1997}). La intervención del FMI debía evitar el "riesgo moral" asociado con el hecho de que los inversionistas y acreedores privados internacionales seguirían asumiendo riesgos excesivos si saben que serán rescatados cuando la situación se vuelva crítica. En este sentido, la política de "nacionalización" de las deudas privadas (vías garantías públicas) también promovería las conductas riesgosas.

Según Sachs, la respuesta inicial pudo ser otra. Cuando empezó la crisis, el FMI pudo haber alentado al Japón, a Estados Unidos y a Europa para

²⁵ Que contemplaban incluso el permitir mayor acceso de los productos japoneses al mercado coreano (las importaciones de Japón estaban restringidas debido al gran superávit comercial con Corea). Al respecto los periódicos coreanos se quejaron de que los Estados Unidos y el Japón estaban utilizando la crisis de Corea como una palanca para forzar a este país a abrir más sus mercados.

²⁶ Se pidió elevar el tope en relación con la propiedad extranjera de acciones sobre una base individual o combinada a 50% (frente al existente de 7% para personas naturales extranjeras y 26% sobre una base combinada) y permitir a los bancos y casas de bolsa extranjeras establecer subsidiarias a mediados de 1998.

proveer apoyo crediticio al Banco de Corea; y pudo haber convencido a los mayores bancos internacionales para que refinanciaran las deudas de corto plazo, sin crear pánico (Sachs (1997). Los acreedores debían haber contribuido desde el primer momento a superar la crisis mediante la renegociación de las deudas a plazos mayores, sin solicitar su "nacionalización", ni aumentar las tasas de interés. De esta forma, los recursos que comprometerían las entidades multilaterales, que deberían ser limitados, podrían dirigirse a financiar el ajuste y recuperación de estas economías y no a pagar a los acreedores.

Para Feldstein (1998), por su parte, el FMI se excedió en sus funciones con los programas que diseñó para Asia. Su opinión es que el FMI debe centrarse exclusivamente en los ajustes de la balanza de pagos, ayudando a resolver problemas temporales de liquidez en el mercado cambiario y problemas de déficits comerciales sostenidos, y debe abandonar su política de imponer grandes reformas estructurales e institucionales en el Este de Asia, política que había utilizado anteriormente en la Unión Soviética y en los países de Europa Oriental.

Con el colapso de la Unión Soviética y la liberalización de sus países satélites, el FMI encontró nuevos motivos de existencia. Debido a la nula experiencia de los gobiernos de estos países con las economías de mercado, el FMI encontró que podía proveer recomendaciones en áreas que no hacen parte de su mandato: privatizaciones, sistemas bancarios, sistemas monetarios, estructuras tributarias, etc. Según Feldstein, algunos de estos consejos fueron útiles, otros no. Pero,

"...mientras los economistas por fuera del Fondo tenían una variedad de visiones acerca de las políticas correctas para Rusia y otros países de Europa Oriental y de la Unión Soviética, el FMI lograba imponer las suyas debido a que proporcionaba sustanciales recompensas financieras a los países que aceptaban su consejo" (Feldstein (1998).

Para Feldstein (1998) el FMI está actuando en el Este de Asia y Corea de la misma forma que actuó en Europa Oriental y la ex-Unión Soviética. En lugar de confiar en los bancos privados para la provisión de crédito y servir fundamentalmente como una entidad de monitoreo del desempeño económico, tomó la iniciativa ofreciendo crédito en forma masiva. A cambio ha impuesto programas que demandan no sólo políticas macroeconómicas de ajuste y la reforma de las instituciones financieras, sino también cambios sustanciales en las estructuras económicas y en la conducta política.

Las medidas del FMI no sólo encontraron oposición por parte de algunos economistas; también fueron resistidas por los gobiernos de algunos de los países asiáticos, especialmente el de Indonesia. Ello en parte se debió a que el programa de reformas afectaba los intereses de Suharto y de sus familiares y amigos y en parte a que algunas de las medidas propuestas generaron graves disturbios. En el primer acuerdo con el FMI en octubre, que no llegó a implementarse, el gobierno había prometido generar un superávit fiscal, reducir subsidios a la gasolina, liquidar 16 bancos insolventes, reducir el déficit comercial y cancelar grandes programas de gasto público, algunos relacionados con la familia de Suharto²⁷. Como un ejemplo de la oposición al programa, la Corte de Indonesia decidió retrasar la liquidación de PT Bank Jakarta, uno de los 16 bancos que el FMI había pedido liquidar y cuyo propietario era medio-hermano de Suharto.

El gobierno llegó a un segundo acuerdo con el FMI en enero, cuatro meses después del primero, en que prometió incluso dismantelar los monopolios

²⁷ Los familiares de Suharto y sus asociados son dueños de grandes empresas y entidades financieras y estaban desarrollando importantes obras de infraestructura con financiación pública.

y fusionar alrededor de 50 bancos, llevando su número a 12. Indonesia siguió sin embargo eludiendo los compromisos y empezó a coquetear con la idea de introducir un "currency board", como en Argentina y Hong Kong, para salir de la crisis. En febrero Suharto despidió al gobernador del banco central por oponerse a esta solución. Además, en febrero 20 anunció que iba a garantizar todos los depósitos de los bancos liquidados, con recursos que el Banco Central le prestaría al gobierno a 10 años.

El FMI le respondió que antes de establecer un "currency board" debía realizar algunas reformas en relación con el sector bancario y la deuda privada y que no había salidas fáciles y rápidas a la crisis. La idea del "currency board" fue también fuertemente criticada por casi todos los gobiernos de los países desarrollados.

Finalmente, Suharto cedió en abril. Empezó por congelar las licencias de siete bancos (cuatro de los cuales estaban controlados por amigos y familiares de Suharto) y colocó otros 7 bajo el manejo de una agencia de reestructuración de bancos. Se acordó que un total de 54 bancos (39 privados, 4 estatales y 11 provinciales) serían enviados a una agencia estatal que se crearía para tratar con los bancos en problemas.

En relación con los programas de ajuste, hay que reconocer también que el FMI no tomó la actitud de oídos sordos frente a las críticas académicas y empezó a proponer otras salidas a la crisis, como la fusión de entidades y la refinanciación de las deudas de corto plazo. Igualmente, frente a los fuertes efectos negativos de sus programas, el FMI aceptó la redefinición de algunas metas macroeconómicas, e hizo más énfasis en las medidas para enfrentar los costos sociales de la crisis.

El FMI apoyó la refinanciación de la deuda externa de corto plazo de Corea, al igual que lo hicieron los países desarrollados que ofrecieron recursos a este país, que establecieron como condición de la ayuda crediticia que los bancos privados refinanciaran los créditos de corto plazo²⁸.

En enero se redujo la meta de crecimiento de Corea (de 2,5% a 1%-2%) al igual que otras metas macroeconómicas. En acuerdo con el FMI, se aumentaron los beneficios de desempleo en febrero.

En noviembre de 1997, cuando se revisó el programa para Tailandia, se ajustó la tasa de crecimiento requerida por el FMI para 1998 de 3,5%, a un rango entre 0,0%-1,0%. En febrero se cambió la meta fiscal a un déficit de 1%-2% del PIB, frente a un superávit inicialmente acordado de 1%, debido a que la recesión estaba reduciendo los ingresos del gobierno. El FMI también le permitió bajar las metas de tasas de interés, pues estaban produciendo una parálisis de la actividad económica. Iguales cambios hizo en el caso de Indonesia, permitiéndole modi-

²⁸ La deuda externa de Corea del Sur se estimaba oficialmente en US\$65.6 billones en septiembre de 1997 (fuentes no oficiales han mencionado cifras cercanas a los US\$120 billones), de los cuales US\$39.9 billones correspondían al sistema financiero y el resto al sector privado no bancario. Corea enfrentaba la posibilidad de una enorme crisis de deuda, dado que debía desembolsar sumas gigantescas en el muy corto plazo. En enero 29 se llegó a un acuerdo entre el gobierno de Corea y los bancos internacionales para cambiar US\$24 billones de deuda de corto plazo por deuda a 1-3 años garantizada por el gobierno. Ello alivió considerablemente las presiones financieras y le permitió al país incluso colocar en abril en los mercados internacionales un total de US\$4 billones en bonos a 5 y 10 años. Entre los prestamistas a Corea con los que se llegó al acuerdo estaban: de Estados Unidos, el Bank of América, Bankers Trust, Bank of New York, Chase Manhattan, Citibank, J.P. Morgan, Goldman Sachs, Lehman Brothers, Merrill Lynch y Salomon Smith Barney; de Japón, el Sanwa Bank, el Bank of Tokio-Mitsubishi, el Norin Chukin Bank y el Sakura Bank. Por los bancos europeos, ABN Amro, ING Barings, Bank of Nova Scotia, Commerzbank, Deutsche Bank, Société General y Westdeutsche Landesbank.

ficar los acuerdos de enero, mantener los subsidios al arroz y la soya y aumentar tan sólo gradualmente los precios de la gasolina y los energéticos.

A. ¿Controles a los movimientos de capitales?

La crisis asiática también reabrió la antigua polémica sobre la necesidad de establecer controles a los flujos de capitales, como medida para prevenir las crisis cambiarias en un mundo más globalizado. La Cepal por ejemplo ha propuesto la vieja fórmula de establecer un pequeño impuesto a todas las transacciones en moneda extranjera a nivel mundial ("Tobin taxes"), que desincentivaría los flujos especulativos de capital de corto plazo (que tributarían con mucha frecuencia) y tendría un impacto muy marginal sobre los flujos de largo plazo (Cepal {1998}).

Para Bhagwati (1998), uno de los mayores críticos del libre flujo de capitales, los beneficios de la apertura de la cuenta de capitales constituyen una creencia que no ha sido demostrada y que se basa en la idea de que produce los mismos efectos que el libre comercio, generando ganancias para todas las partes. Si se incluyen en el análisis los costos económicos y sociales de las crisis cambiarias, es difícil afirmar que los beneficios de la libre movilidad de capitales superan a los costos. Entre estos costos se cuentan el incremento en las tasas de interés necesario para restaurar la confianza de los inversionistas, la quiebra de empresas altamente endeudadas (y el desempleo que ello trae consigo) y la venta de activos a precios de ganga. Bhagwati también señala que, a diferencia de la liberalización comercial, medida apoyada en numerosos estudios sobre los costos de la protección, ninguno de los proponentes de la libre movilidad de capitales ha estimado los beneficios y costos de esta medida. Cita además los casos de China y Japón como ejemplos de países

que han logrado tasas muy altas de crecimiento económico sin una cuenta de capitales abierta. Para él, los beneficios de la movilidad de capitales pueden provenir de la inversión directa, más no de la inversión de portafolio.

Dornbusch, que antes era un firme defensor de los "Tobin taxes", ha cambiado recientemente de opinión, señalando que un pequeño impuesto sobre los flujos de capital no tiene mayor impacto sobre los volúmenes que ingresan; tan sólo aumenta el horizonte de las entradas de capital. Un impuesto mayor por su parte puede afectar las condiciones del mercado cambiario y en general las perspectivas de largo plazo de la inversión extranjera. Según Dornbusch (1998 {b}), un Tobin tax no es una respuesta a las fugas de capitales que surgen como resultado de un colapso esperado de los precios de los activos y de las instituciones financieras. Para Dornbusch, la apertura de la cuenta de capitales no fue la causa de los problemas en el Este de Asia, sino la combinación de apertura junto con un sistema financiero no regulado ni supervisado.

V. IMPACTO INTERNACIONAL DE LA CRISIS

En este capítulo se examinan los efectos internacionales de la crisis. En la primera sección se presentan las proyecciones de mediano plazo de algunos organismos internacionales sobre el impacto a nivel mundial de la crisis. En la segunda sección se describen los efectos recientes de la crisis sobre algunas economías latinoamericanas. Finalmente, la tercera y última sección considera sus efectos sobre la economía colombiana.

A. Proyecciones de mediano plazo del impacto internacional de la crisis

Como resultado de las fuertes devaluaciones y de la reducción en el crecimiento económico de los

países del este asiático, el crecimiento mundial se ha desacelerado, los patrones de comercio exterior han sufrido algunos cambios²⁹ y se ha observado un deterioro en los términos de intercambio de algunos países en desarrollo, por efecto de la caída en los precios de algunas "commodities" que tienen un mercado importante en los países asiáticos. Los patrones del flujo de capitales también han cambiado, reduciéndose la disponibilidad de capital privado externo para los países en desarrollo. Adicionalmente, se ampliaron los spreads para la colocación de bonos y obtención de crédito por parte de estos países; la crisis también ha traído consigo una reducción en las tasas de interés internacionales³⁰.

Varios organismos de investigación económica y algunas entidades multilaterales han realizado estimaciones del impacto internacional de la crisis. En las secciones que siguen se presentan las proyecciones de cuatro de estas entidades sobre los efectos de mediano plazo (1998-2000) de la crisis asiática sobre la economía mundial y las economías latinoamericanas: el Banco Mundial, la Cepal, el Institute for International Economics y el Institute of International Finance. Con ello se pretende que el lector se haga a una opinión informada y balancea-

da de estos efectos. Cabe mencionar que estas proyecciones se realizaron en el primer semestre de 1998. Debido a que la evolución económica mundial en ese semestre fue menos favorable de lo que se había pronosticado, las proyecciones se están revisando a la baja.

1. Proyecciones del Banco Mundial sobre el impacto internacional de la crisis

El Development Prospects Group del Banco Mundial proyectó en enero de 1998 las tasas de crecimiento económico de mediano plazo de los diversos países y comparó estos resultados con los obtenidos en las proyecciones de junio de 1997 (Banco Mundial {1998}). Del ejercicio se concluyó que la crisis reduciría el crecimiento mundial en 0,5 puntos, de 3,1% a 2,6%.

Para los países en desarrollo, por su parte, el crecimiento del PIB sería menor en 1,0 punto en 1998, en 0,4 puntos en 1999 y en 0,2 puntos en el 2000, frente a las proyecciones de junio de 1997. Excluyendo el Este de Asia, la región más afectada entre los países en desarrollo sería Latinoamérica, con una caída esperada de 1,0 punto en el crecimiento del PIB en 1998, de 3.7% a 2.7%. Brasil sería el país más afectado, con una reducción de 2,5 puntos frente a las proyecciones previas.

El Banco Mundial también elaboró pronósticos sobre los efectos comerciales de la crisis. La combinación de una reducción de importaciones del Este de Asia con el desplazamiento de exportaciones en otras regiones, causaría una caída en los volúmenes mundiales de exportación de 0,7% en 1998 respecto de las proyecciones previas. Las exportaciones latinoamericanas serían inferiores en alrededor de 1,0%. Entre los países en desarrollo, el Banco Mundial pronosticó que Colombia sería el

²⁹ La mayor parte del ajuste comercial en los países del este asiático se produjo inicialmente via reducción de las importaciones. Existen dificultades para ampliar rápidamente las exportaciones, debido a que las empresas enfrentan restricciones crediticias.

³⁰ Desde julio de 1997 los spreads de los eurobonos del Este de Asia han aumentado de 100 bp a 500 bp, al igual que los spreads latinoamericanos (Banco Mundial (1998)), ubicándose estos últimos en niveles similares a los del Este de Asia. Los inversionistas han realizado un "flight to quality", llevando sus recursos al mercado norteamericano, lo que ha reducido las tasas de interés de los bonos de largo plazo del Tesoro estadounidense.

segundo país, después de Argelia, con mayores caídas en los términos de intercambio en 1998 (alrededor de 9%).

2. Proyecciones del Instituto para la Economía Internacional (Institute for International Economics -IEI-) del impacto de la crisis sobre el comercio exterior

Para el IEI las fuertes devaluaciones asiáticas mejorarán la posición competitiva de los países de esa región, lo que junto con la desaceleración de esas economías, producirá grandes cambios en las balanzas comerciales y en cuenta corriente a nivel internacional. Un estudio de Noland, Liu, Robinson y Wang (los dos primeros del IEI), citado por Bergsten (1998), utilizó un modelo de equilibrio general computable (CGE) para estimar los efectos de mediano plazo (tres años) de la crisis asiática sobre la balanza de cuenta corriente de algunas de las mayores economías, encontrando que la crisis producirá los siguientes impactos en ese lapso:

- ❑ Un incremento de US\$100 billones en el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos en términos reales;
- ❑ Una reducción similar en el superávit de la CEE;
- ❑ Un aumento de US\$50 billones en el superávit de Japón; y,
- ❑ Un cambio favorable de cerca de US\$50 billones en la cuenta corriente de Corea del Sur, pasando este país de un gran déficit a un gran superávit.

Para el IEI estos cambios probablemente se materializarán en forma lenta, debido a las restricciones crediticias que enfrentan los exportadores del Este de Asia.

3. Proyecciones del Instituto de Finanzas Internacionales (Institute of International Finance -IIF-) del impacto sobre la balanza comercial y la cuenta de capitales de algunos países latinoamericanos

El IIF realizó una estimación del impacto de la crisis asiática sobre la balanza comercial de algunos países latinoamericanos para 1998. Las recesiones y devaluaciones asiáticas disminuirán las exportaciones latinoamericanas a los países del este asiático y aumentarán sus importaciones desde estos países ("efecto directo"). Adicionalmente, se reducirán las importaciones de bienes latinoamericanos desde los países en los que América Latina compite con las exportaciones del este asiático ("efecto sustitución" o "efecto indirecto").

El IIF considera que el primer efecto sobre exportaciones es menos importante que el segundo, debido a que los vínculos comerciales entre América Latina y estos países no son muy fuertes. El Instituto estima que las exportaciones latinoamericanas al este asiático se reducirán en US\$1,749 millones en 1998 como efecto de la crisis (Cuadro 18). El efecto indirecto sobre las exportaciones latinoamericanas (a Estados Unidos, Japón, la Unión Europea y mercados emergentes) será mucho mayor, estimándose en US\$8,107 millones. El impacto total sobre la balanza comercial latinoamericana (caída en exportaciones y aumento en importaciones) se estimó por su parte en US\$11.300 millones. En comparación, China y Hong Kong verían reducidas sus exportaciones al Este de Asia en US\$3.676 millones y a terceros mercados en US\$17,912 millones; y su balanza comercial se deterioraría en alrededor de US\$34.400 millones.

El IIF reconoce que estos pronósticos subestiman los efectos de la crisis sobre el comercio y la balanza

Cuadro 18. IMPACTO DE LA CRISIS ASIÁTICA SOBRE LA BALANZA COMERCIAL DE ALGUNOS PAISES LATINOAMERICANOS EN 1998 (Millones de US\$)

País	Efecto directo sobre exportaciones a Asia ^a	Efecto sustitución de exportaciones					Impacto sobre la balanza comercial
		Estados Unidos	Japón	UE	Otros	Total	
México	-311	-4.935	-62	-119	-311	-5.427	-6.000
Brasil	-713	-509	-79	-281	-713	-1.582	-3.000
Argentina	-386	-52	-3	-51	-386	-492	-800
Chile	-94	-22	-6	-14	-94	-136	-900
Colombia	-121	-68	-12	-32	-121	-233	-300
Venezuela	-108	-58	-1	-15	-108	-182	-200
Perú	-16	-26	-2	-11	-16	-55	-100
Sub-total	-1.749	-5.670	-165	-523	-1.749	-8.107	-11.300
China	-2.970	-4.021	-3.139	-1.196	-2.970	-8.356	-20.500
Hong Kong	-706	-2.931	-1.143	-1.813	-706	-5.887	-13.900
Sub-total	-3.676	-6.952	-4.282	-3.009	-3.676	-14.243	-34.400
Total	-5.425	-12.622	-4.447	-3.532	-5.425	-22.350	-45.700

^a Incluye Corea del Sur, Tailandia, Indonesia, Filipinas, Malasia, Taiwan y Singapur.

Fuente: Wall Street Journal, con base en estudio del Institute of International Finance.

de pagos de los países latinoamericanos, pues no tienen en cuenta el impacto de la crisis sobre los precios de productos básicos como el petróleo y el cobre, que ha sido muy importante.

4. Proyecciones de la Cepal del impacto de la crisis sobre América Latina

A comienzos del año la Cepal pronosticó para 1998 un crecimiento económico de América Latina de 3%, es decir, menos de dos puntos frente a 1997, siendo la crisis asiática responsable por un punto de esta desaceleración³¹ (Cepal {1998}).

El valor de las exportaciones aumentaría 8%, frente a crecimientos superiores al 10% en años anteriores, y

el de las importaciones disminuiría a un nivel de alrededor del 10%, (Cepal {1998}). Como consecuencia de ello, el déficit en cuenta corriente de la región aumentaría de 3,0% a 3,5% del PIB (Cepal {1998}).

Respecto a los efectos "directos" sobre las exportaciones latinoamericanas al Asia, la Cepal ha señalado que el mercado asiático es de importancia más bien reducida para América Latina, con las excepciones de Chile y Perú. En 1996, ocho países asiáticos considerados por esta entidad recibieron 14% y 9% de las exportaciones de estas dos naciones latinoamericanas, respectivamente (Cepal {1998}).

En relación con los efectos "sustitución", la Cepal ha señalado que la mayor parte de las exportaciones asiáticas no compiten con las de América Latina y el Caribe en los mercados de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económico (OCDE). La situación es diferente en los mercados estadouni-

³¹ En octubre redujo su proyección a 2,6%, explicando esta revisión con base en los efectos de la profundización de la recesión japonesa y de la crisis rusa.

dense y latinoamericano, que absorben la mayor parte de las exportaciones de manufacturas de América Latina y donde puede intensificarse la competencia de productos asiáticos en renglones tales como los productos químicos, el acero, los textiles y el calzado (Cepal (1998)). Sin embargo, los países asiáticos que presentan mayor competencia en el mercado norteamericano de textiles son China y Hong-Kong, ninguno de los cuales ha devaluado su moneda (Cepal (1998)). Otros efectos indirectos, vía la caída en los precios internacionales de algunos productos primarios como el petróleo, están afectando las exportaciones de algunos países latinoamericanos (Venezuela, Ecuador, México y Colombia) a terceros mercados. En Venezuela, Ecuador y México el petróleo es además una fuente muy importante de ingresos fiscales.

B. Efectos de la crisis sobre algunas economías latinoamericanas

En las secciones que siguen se describen algunos de los efectos de la crisis sobre cuatro economías latinoamericanas: Brasil, México, Chile y Venezuela. En Brasil la crisis asiática ha hecho sentir sus efectos principalmente a través de canales financieros, mientras que en los otros tres países las vías más importantes han sido las comerciales (Cepal (1998)). Para limitar el contagio de la crisis, la mayoría de los países latinoamericanos ha defendido la tasa de cambio mediante la adopción de políticas de restricción del crédito, recorte del gasto público y aumento de impuestos. Todas estas medidas han tendido a elevar las tasas de interés y a desacelerar las economías.

1. Brasil

La crisis afectó a Brasil en un año en que la economía estaba creciendo rápidamente, impulsada por las exportaciones y la inversión, y la inflación estaba

declinando en forma rápida. De hecho, la inflación cerró en 1997 en el nivel más bajo desde la segunda guerra mundial, de 4,3%. La economía sin embargo estaba enfrentando desequilibrios importantes en la cuenta corriente de la balanza de pagos y en las cuentas fiscales. El déficit en cuenta corriente pasó de 3.3% del PIB en 1996 a 4,2% en 1997. Se estimaba que la moneda estaba revaluada en al menos 25%. Estos factores convertían al país en un candidato natural a una crisis cambiaria.

La economía se expandió con vigor hasta el tercer trimestre de 1997. En octubre se empezaron a presentar ataques especulativos contra la moneda, que produjeron salidas de capitales y caídas en los precios bursátiles. Desde la última semana de octubre hasta finales de noviembre, el Banco Central de Brasil se vio obligado a gastar cerca de US\$10.000 millones (equivalentes a cerca del 18% de sus reservas internacionales) para evitar la devaluación de la moneda (Cuadro 19).

La dificultad de financiar externamente el déficit en cuenta corriente y la pérdida de reservas obligaron al gobierno a tomar medidas más drásticas para reducir el desequilibrio externo y detener la salida de divisas. Para hacer frente a la crisis se adoptó un paquete muy agresivo de medidas de política monetaria, fiscal y comercial, la mayoría de ellas de carácter recesivo.

El gobierno elevó la tasa de interés básica de 21% a 43% a principios de noviembre (Cuadro 19). Adicionalmente, amplió la emisión de deuda pública en dólares, lo que aumentó su participación de 9,7% del total de la deuda pública en septiembre, a 15,1% en noviembre. En materia de importaciones, se restringió la financiación externa de estas a menos de 360 días, se eliminaron las importaciones de bienes de capital con cero arancel y se reintrodujo progresivamente la licencia previa, hasta cubrir el 50% del universo arancelario.

Cuadro 19. BRASIL: INDICADORES ECONOMICOS SELECCIONADOS

Año/mes	Tasa de interés (de descuento) (%)	Tasa de cambio (reais/1US\$)	Reservas internacionales (millones US\$)	Precios bursátiles BOVESPA
1997				
Enero	22,9	1.046	57.031	7.964,6
Febrero	22,0	1.052	57.726	8.828,7
Marzo	21,6	1.059	57.269	9.044,0
Abril	21,8	1.064	54.117	9.982,0
Mayo	20,7	1.072	57.485	11.344,0
Junio	21,1	1.077	55.849	12.567,0
Julio	21,0	1.083	58.821	12.872,0
Agosto	20,7	1.092	61.660	10.609,0
Septiembre	20,7	1.096	60.538	11.797,0
Octubre	21,6	1.103	52.239	8.986,0
Noviembre	43,4	1.110	50.524	9.394,0
Diciembre	40,9	1.116	50.827	10.196,5
1998				
Enero	37,6	1.124	51.846	9.720,0
Febrero	34,5	1.130	56.656	10.571,0
Marzo	28,8	1.137	67.150	11.947,0
Abril	25,5	1.144	73.205	11.677,0
Mayo	22,7	1.151	71.378	9.847,0
Junio	21,6	1.157	N.D.	9.678,0
Julio	N.D.	1.163	N.D.	10.707,0
Agosto	N.D.	1.176	N.D.	6.472,0
Septiembre	N.D.	1.185	N.D.	6.593,0

Fuente: International Financial Statistics, FMI, varios números; Emerging Stock Markets Factbook 1998, IFC; Monthly Review of Emerging Stock Markets, IFC, varios números.

En noviembre se anunció un ajuste fiscal que incluyó un paquete de 51 medidas (!), que buscaban mejorar las cuentas públicas en alrededor de US\$20.000 millones, monto equivalente a 2.5% del PIB³². Estas medidas incluían recortes en los gastos de inversión y funcionamiento, eliminación de 70.000 cargos públicos y aumento del impuesto de renta de las personas naturales.

Los efectos de estas medidas sobre la economía fueron inmediatos. Ya en diciembre se había conseguido detener la salida de capitales. Sin embargo,

debido a que los tipos de interés se redujeron lentamente (tan sólo en junio de 1998 alcanzaron su nivel precrisis), se produjo una fuerte desaceleración de la economía. Antes de la crisis las proyecciones de crecimiento para 1998 eran de 4%-5% y ahora se ubican en 0,5%-1,5%. La crisis va a afectar también la balanza comercial de Brasil en 1998, aunque en menor grado que a otros países latino-americanos³³. Se ha proyectado un déficit en cuenta corriente para este año de 4,3% del PIB.

En agosto de 1998 se empezaron a producir nuevos ataques especulativos contra la moneda, que redujeron las reservas internacionales en alrededor de US\$9.000 millones durante ese mes y produjeron una caída muy fuerte en los precios bursátiles

³² Para este año se ha proyectado un déficit fiscal de 8% del PIB, equivalente a US\$65 billones.

(Cuadro 19). El gobierno anunció como respuesta varias medidas destinadas a atraer capitales de corto plazo, que incluyeron rebajas de impuestos sobre estas inversiones. La salida de capitales continuó en los primeros días de septiembre, obligando al gobierno a elevar las tasas de interés a 29,75%.

Con las elecciones de octubre 4 en mente y habiéndose jugado su futuro político en el Plan Real de estabilización económica, con el que se eliminó la hiperinflación, el presidente Cardoso se decidió a defender el real a toda costa. Obtenido el triunfo electoral, Cardoso anunció un plan de ajuste fiscal para 1999, que apunta a recuperar la confianza de los inversionistas internacionales y allanar el camino para obtener una línea de crédito de contingencia por US\$30 billones, liderada por el FMI. El plan implica una reducción del déficit fiscal de US\$23,5 billones, mediante aumentos de cotizaciones a la seguridad social e incrementos en impuestos sobre las ganancias empresariales y sobre las transacciones financieras.

Los inversionistas internacionales tienen sin embargo la sensación de que la moneda brasileña es la que más se ha apreciado en la región, de manera que si el ajuste se implementa a medias o se abandona, pueden producirse nuevos ataques especulativos contra la moneda.

2. Chile

En 1997 la economía chilena creció por encima del 6%, con una ligera desaceleración frente al año anterior. La inflación fue de 6%, la más baja de los últimos 37 años en ese país. El peso se devaluó en 8% en el segundo semestre de 1997 y en 5,3% en

el primer semestre de 1998, reacciones relativamente moderadas, que pueden atribuirse en parte a los controles a los flujos de capitales existentes en ese país. Chile ha acumulado un nivel considerable de reservas internacionales, lo que le ha permitido enfrentar la crisis asiática con mayor tranquilidad (Cuadro 19). Las reservas eran en junio de 1998 de alrededor de US\$15 mil millones, con más de US\$2 mil millones utilizados en la defensa del peso en el último año.

La crisis asiática está afectando principalmente a la balanza comercial chilena. Las exportaciones chilenas son muy sensibles a los problemas asiáticos, pues un tercio de estas van a parar a esa región. Asia es el mercado más importante del cobre chileno. Antes de la crisis se esperaba que el precio se mantuviese ligeramente por debajo de US\$1/libra; en julio de 1998 el precio se situaba en 75 centavos de dólar la libra. Chile deja de percibir US\$65 millones por cada centavo de dólar que cae el precio del cobre.

Pese a la caída en el precio del cobre en 1997, Chile aumentó considerablemente los volúmenes exportados, lo que impidió que su posición externa se deteriorara. El déficit en cuenta corriente incluso se redujo, pasando de 4,1% del PIB en 1996 a 3,8% (US\$3,000 millones) en 1997.

El índice bursátil chileno (IGPA) cayó 42,9% entre junio de 1997 y septiembre de 1998 (Cuadro 20). Ello afectó especialmente a los fondos de pensiones, que tienen parte de su portafolio invertido en acciones. Se espera que la economía crezca 5.5% en 1998. Se proyecta un déficit en cuenta corriente de 6% del PIB para este año, uno de los más altos de América Latina. El Banco Central ha descartado la devaluación abrupta del peso como solución al déficit en cuenta corriente, reduciendo por el contrario la banda de fluctuación a 5,5%. El Banco pensaba introducir pagarés vinculados al dólar, como los tesobonos

³³ En 1996 las exportaciones de Brasil a Asia representaron el 16% del total exportado y a los cinco países asiáticos que devaluaron sus monedas el 6%.

Cuadro 20. CHILE: INDICADORES ECONOMICOS SELECCIONADOS

Año/mes	Tasa de interés préstamos (%)	Tasa de cambio (pesos/1US\$)	Reservas internacionales (millones US\$)	Precios bursátiles IGPA
1997				
Enero	15,8	419,5	15.091	5.227,3
Febrero	17,3	412,5	15.682	5.368,4
Marzo	18,6	414,8	16.017	5.278,0
Abril	14,4	418,9	16.022	5.331,0
Mayo	13,6	419,0	16.511	5.652,2
Junio	12,3	416,5	17.017	5.732,1
Julio	13,1	416,8	16.909	5.706,7
Agosto	15,7	414,7	17.439	5.480,4
Septiembre	15,3	415,2	17.584	5.481,3
Octubre	20,1	420,9	18.327	5.071,2
Noviembre	20,1	435,4	18.280	4.942,3
Diciembre	11,8	439,8	17.305	4.794,4
1998				
Enero	16,2	451,8	16.317	4.321,6
Febrero	21,0	452,7	16.556	4.514,4
Marzo	13,4	454,2	16.465	4.833,2
Abril	16,6	452,8	16.406	4.589,5
Mayo	16,5	454,6	16.362	4.318,0
Junio	16,5	465,2	15.134	4.065,4
Julio	24,0	465,9	N.D.	4.119,6
Agosto	N.D.	472,6	N.D.	3.257,4
Septiembre	N.D.	467,2	N.D.	3.268,6

Fuente: International Financial Statistics, FMI, varios números; Emerging Stock Markets Factbook 1998, IFC; Monthly Review of Emerging Stock Markets, IFC, varios números

mexicanos, pero con plazos mucho mayores (3 o más años), con el fin de defender la tasa de cambio.

3. Venezuela

El sector externo y las finanzas públicas de Venezuela han sido gravemente afectados por la caída en los precios del petróleo. Estos cayeron de US\$18/barril en diciembre de 1997 a US\$11/barril en julio de 1998, reduciendo en US\$5.000 millones los ingresos esperados del gobierno para el primer semestre de 1998. El déficit fiscal para 1998 se proyecta en la actualidad en 4,5% del PIB, nivel que difícilmente puede encontrar financiación. Entre noviembre de 1997 y junio de 1998 las reservas

internacionales cayeron en US\$2.700 millones, alcanzando un nivel de US\$12.556 millones (Cuadro 21); la tasa de cambio se devaluó en 13,7% entre enero y septiembre de 1998; las tasas de interés se dispararon de niveles entre 16% y 23% durante el año 1997 a 42% en junio de 1998 (y a más de 60% en agosto, según cifras extraoficiales). Los precios bursátiles cayeron en 55% entre enero y septiembre de 1998, exhibiendo el peor desempeño en América Latina al respecto (Cuadro 21).

El gobierno inicialmente recortó gastos por US\$4.500 millones, redujo el presupuesto de prospección de PDVSA y anunció nuevo endeudamiento por US\$2.500 millones en los mercados internacionales.

Cuadro 21. VENEZUELA: INDICADORES ECONOMICOS SELECCIONADOS

Año/mes	Tasa de interés préstamos (%)	Tasa de cambio (bolívars/1US\$)	Reservas internacionales (millones US\$)	Precios bursátiles
1997				
Enero	16,2	475	12.021	6.417,0
Febrero	16,5	482	12.366	6.709,0
Marzo	14,7	478	12.536	6.331,7
Abril	15,4	481	12.493	6.237,0
Mayo	16,5	484	12.638	6.885,4
Junio	18,7	485	13.215	9.273,4
Julio	19,7	497	13.036	9.466,0
Agosto	20,2	497	15.184	9.660,4
Septiembre	24,0	497	14.889	10.489,1
Octubre	21,1	500	14.872	9.289,1
Noviembre	23,0	500	15.469	8.706,3
Diciembre	23,6	504	14.378	8.656,0
1998				
Enero	27,7	510	13.691	7.332,8
Febrero	34,6	517	13.673	7.175,6
Marzo	36,5	523	12.594	7.685,8
Abril	35,8	536	11.896	6.079,9
Mayo	41,3	539	13.005	6.175,7
Junio	42,4	547	12.556	4.770,5
Julio	N.D.	562	N.D.	4.848,0
Agosto	N.D.	582	N.D.	2.904,0
Septiembre	N.D.	573	N.D.	3.893,9

Fuente: International Financial Statistics, FMI, varios números; Emerging Stock Markets Factbook 1998, IFC; Monthly Review of Emerging Stock Markets, IFC, varios números.

El agravamiento de la crisis fiscal y de la situación externa, llevó al gobierno a anunciar en septiembre nuevos recortes de gastos, privatización de empresas públicas y una reforma a la seguridad social. Además, el gobierno indicó que se proponía renegociar la deuda externa. Los pagos de la deuda externa consumirán un tercio del presupuesto nacional en 1999.

En la actualidad se proyecta un crecimiento económico de 1% para 1998, frente a una proyección de 4.2% a comienzos de este año y a un crecimiento de 5% en 1997. El riesgo de una maxidevaluación sigue presente, alimentado por la caída en los precios del petróleo y por el temor creado por la posibilidad de que Hugo Chávez gane las elecciones.

4. México

La economía mexicana ha estado creciendo a un ritmo rápido (5.4% en el primer semestre de 1998), a pesar de la caída en los precios del petróleo, las reducciones del gasto público realizadas para compensar el efecto de la caída en los precios del crudo sobre las finanzas públicas³⁴ y la fuerte disminución de la inversión extranjera. La inflación también viene en descenso, de un máximo de 52%

³⁴ Si bien el petróleo tan sólo representa el 10% de las exportaciones mexicanas, los ingresos y los pagos de impuestos de PEMEX significan cerca de 37% de los ingresos del gobierno (Wall Street Journal Américas, agosto 20 de 1998).

Cuadro 22. MEXICO: INDICADORES ECONOMICOS SELECCIONADOS

Año/mes	Tasa de interés promedio préstamos (%)	Tasa de cambio (nuevos pesos/1US\$)	Reservas internacionales (millones US\$)	Precios bursátiles BMV General
1997				
Enero	24,1	7,83	20.315	3.647,2
Febrero	21,0	7,78	21.317	3.841,0
Marzo	21,1	7,89	21.056	3.748,0
Abril	21,1	7,92	225.612	3.756,6
Mayo	18,7	7,90	24.490	3.968,8
Junio	18,8	7,95	23.775	4.458,0
Julio	18,1	7,80	24.566	5.067,8
Agosto	17,3	7,75	25.841	4.648,4
Septiembre	17,2	7,81	26.966	5.321,5
Octubre	16,6	8,10	28.102	4.647,8
Noviembre	17,7	8,20	27.002	4.974,6
Diciembre	17,8	8,13	28.797	5.229,4
1998				
Enero	17,0	8,36	29.186	4.569,4
Febrero	17,0	8,58	29.047	4.784,5
Marzo	17,4	8,51	30.118	5.016,2
Abril	17,7	8,48	31.139	5.098,5
Mayo	16,8	8,88	30.969	4.530,0
Junio	17,2	9,04	30.646	4.282,6
Julio	N.D.	8,92	31.679	4.245,0
Agosto	N.D.	9,96	N.D.	2.991,9
Septiembre	N.D.	10,19	N.D.	3.569,9

Fuente: International Financial Statistics, FMI, varios números; Emerging Stock Markets Factbook 1998, IFC; Monthly Review of Emerging Stock Markets, IFC, varios números.

en 1995 a 15,2% en los primeros cinco meses de 1998.

Aunque las reservas internacionales han mostrado una tendencia creciente en los dos últimos años, alcanzando un nivel récord de US\$31 mil millones en el primer semestre de 1998 (Cuadro 22), el déficit en cuenta corriente aumentó en este semestre. Los precios de la bolsa mexicana cayeron en 31,7% entre enero y septiembre de 1998 y el peso se devaluó en 25,3% frente al dólar (Cuadro 22). En agosto se adoptaron políticas monetarias restrictivas, que han aumentado las tasas de interés a corto plazo, llevándolas a sus niveles más altos en más de un año. Esto, sumado a la desaceleración económica

internacional, hará disminuir el crecimiento económico en el segundo semestre y agravará la situación del sistema bancario, que sigue abrumado por la cartera morosa.

C. Efectos de corto plazo sobre la economía colombiana

El único análisis cuantitativo que se conoce sobre los posibles efectos de la crisis asiática sobre la economía colombiana es el de Marcela Corredor (1998). En él se señala que los efectos *directos* de la crisis asiática sobre la balanza comercial colombiana han sido y van a ser mínimos, debido a que Colombia exporta muy poco a los países asiáticos e importa muy poco de ellos.

En efecto, las exportaciones colombianas en 1996 y 1997 a los cinco países asiáticos en crisis tan sólo representaron alrededor del 0,4% -0,5% de las exportaciones totales del país, porcentaje muy inferior al de países como Japón, que representó el 3,3% de las exportaciones totales (Cuadro 23).

Estas exportaciones son en su mayoría de bienes agropecuarios. Las exportaciones industriales colombianas a la región se concentran en muy pocos rubros, sobresaliendo los casi US\$10 millones de productos de la industria básica de metales no ferrosos exportados a Corea (Cuadro 24). En las exportaciones a Japón predominan los productos agropecuarios y de la minería (Cuadro 25).

Corredor pronostica sin embargo que los efectos indirectos, tanto comerciales como sobre la cuenta de capitales, serán considerables. Los efectos comerciales indirectos son aquellos que se producen sobre las exportaciones colombianas a terceros mercados en donde Colombia compite con los países asiáticos³⁵. Estos efectos, que se denominaron atrás "efectos sustitución", serán importantes sobre todo para bienes industriales, pues la mayor parte de las exportaciones de los países del Este de Asia son de este tipo de bienes .

En 1997 en Colombia las exportaciones industriales cayeron en confecciones, cuero, madera, lubricantes, calzado y metales no ferrosos; y las importaciones aumentaron en textiles, cuero, calzado, químicos industriales, caucho, plásticos, maquinaria eléctrica y material de transporte (Corredor {1998}).

Entre estos sectores, algunos de los más expuestos a las importaciones competitivas y a la competencia asiática en terceros mercados han visto aumentar los salarios (ajustados por productividad) por arriba de los precios: caucho, muebles de madera, sector automotriz. Si a ello se añade la fuerte disminución del tipo de cambio real del peso frente a las monedas del Este de Asia, el resultado es una considerable pérdida de competitividad de estos sectores (Corredor {1998}). Además, algunos de los sectores más vulnerables se han endeudado recientemente en forma excesiva, como textiles y calzado (Corredor {1998}).

Respecto al efecto de las importaciones de bienes asiáticos sobre la industria colombiana, Aceso ha señalado recientemente que la industria de aceros planos puede verse muy afectada por las importaciones de aceros coreanos. Las empresas ensambladoras también han llamado la atención sobre la posibilidad de que el país se vea inundado de vehículos coreanos, que además han venido ganado participación en el mercado doméstico en los últimos años.

La transmisión internacional de la crisis a países que son importantes socios comerciales de Colombia, como Venezuela y Ecuador, está evidenciando algunos efectos "indirectos" adicionales sobre la balanza comercial colombiana, que resultan de las devaluaciones y de la disminución del crecimiento económico en esos países. Venezuela es el socio comercial más importante de Colombia después de Estados Unidos, de manera que la desaceleración económica en ese país (como consecuencia de la caída en los precios del petróleo), va a contribuir a deteriorar la balanza comercial de Colombia. Además, el riesgo de una maxi-devaluación venezolana ha aumentado, evento que causaría efectos negativos adicionales sobre la balanza comercial colombiana³⁶.

³⁵ Para medir en forma rigurosa el impacto sobre exportaciones colombianas a terceros países, debería calcularse un tipo de cambio real efectivo que tenga en cuenta las participaciones de los diversos países (incluidos los asiáticos) en las exportaciones a terceros mercados de bienes que compiten con los bienes colombianos.

Cuadro 23. DESTINO DE LAS EXPORTACIONES COLOMBIANAS 1996-1997

País	1996		1997	
	US\$ miles	Participación (%)	US\$ miles	Participación (%)
Indonesia	2.661	0,0	-	-
Corea	30.363	0,3	51.037	0,4
Malasia	2.298	0,0	-	-
Tailandia	6.315	0,1	6.961	0,1
Filipinas	1.771	0,0	-	-
Japón	348.757	3,3	359.267	3,1
China	1.816	0,0	-	-
Taiwan	6.171	0,1	6.961	0,1
Singapur	10.676	0,1	-	-
Hong Kong	19.399	0,2	19.755	0,2
Venezuela	778.216	7,4	989.125	8,6
Estados Unidos	4.088.884	38,6	4.246.770	36,8
Otros	5.284.719	49,9	5.849.590	50,7
Total	10.582.046	100,0	11.529.466	100,0

Fuente: Dane y Dian.

Cuadro 24. EXPORTACIONES COLOMBIANAS A LOS PAISES ASIATICOS EN CRISIS 1996

CIIU	Actividad	Corea del Sur		Filipinas		Indonesia		Tailandia		Malasia		Total	
		US\$ millones	%	US\$ millones	%	US\$ millones	%	US\$ millones	%	US\$ millones	%	Sub-total	US\$ millones
111	Producción agropecuaria	14,59	0,14	0	0	0	0	0	0	0,04	0	14,63	2.628
130	Pesca	0,03	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0,03	162
210	Explotación minas de carbón	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	839
290	Extracción otros minerales	1,08	0,01	0	0	0,57	0,01	1,16	0,01	0	0	2,81	178
312	Productos alimenticios diversos	0,56	0,01	0	0	0	0	0	0	0,03	0	0,59	144
351	Sustancias químicas industriales	3,83	0,04	1,52	0,01	1,17	0,01	3,81	0,04	1,80	0,02	11,41	668
372	Ind. básicas metales no ferrosos	9,99	0,09	0	0	0	0	0	0	0	0	9,99	252
	Resto	0,28	0,01	0,28	0,01	0,86	0	1,33	0,05	0,43	0	3,18	5.710
	Total	30,36	0,03	1,80	0,02	2,60	0,02	6,30	0,01	2,30	0,02	43,36	10.581

Fuente: Dane

Cuadro 25. EXPORTACIONES COLOMBIANAS A OTROS PAISES ASIATICOS 1996

CIIU	Actividad	Japón		Singapur		Hong Kong		Taiwan		China		Total	
		US\$ millones	%	US\$ millones	%	US\$ millones	%	US\$ millones	%	US\$ millones	%	Sub-total	US\$ millones
111	Producción agropecuaria	189,62	1,79	0,74	0,01	1,93	0,02	1,12	0,01	0	0	193,41	2.628
130	Pesca	12,04	0,11	0	0	1,03	0,01	0,06	0	0	0	13,04	162
210	Explotación minas de carbón	11,05	0,11	0	0	2,96	0,03	0	0	0	0	14,46	839
290	Extracción otros minerales	85,72	0,81	0,03	0	10,33	0,01	0,016	0	0	0	96,09	178
312	Productos alimenticios diversos	34,75	0,33	0,55	0,01	0	0	0,08	0	0	0	35,38	144
351	Sustancias químicas industriales	0,02	0	1,41	0,01	0,24	0	2,83	0,03	0,11	0	4,61	668
372	Ind. básicas metales no ferrosos	0,06	0	0	0	0,39	0	0,12	0	0,01	0	0,67	252
	Resto	15,49	0,15	7,97	0,07	2,45	0,04	1,98	0,06	1,59	0,02	28,58	5.710
	Total	348,75	3,03	10,70	0,01	19,33	0,02	6,20	0,01	1,80	0,02	386,06	10.581

Fuente: Dane.

De acuerdo con Corredor, la crisis no sólo tendrá efectos "cantidad" sobre las exportaciones colombianas, sino también efectos "precio", afectando especialmente los precios de "commodities" que son importantes productos de exportación de Colombia, como el petróleo, el carbón y el ferroníquel. Corredor concluye sin embargo, que en ausencia de una crisis asiática total que arrastre a América Latina (que incluiría una crisis japonesa y una devaluación de la moneda china), los efectos negativos sobre Colombia serán "manejables", con sólo una desaceleración del crecimiento económico.

Con respecto a los efectos sobre la cuenta de capitales, que Corredor no examina, es importante distinguir también entre efectos directos e indirectos. La inversión extranjera directa de los países del Este de Asia representa un porcentaje muy bajo de la inversión extranjera en Colombia³⁷ (Cuadro 26), de manera que la crisis asiática tendrá poco impacto directo sobre esta variable. La crisis sin embargo está produciendo una reducción de los flujos de capitales internacionales (tanto de inversión directa y de portafolio, como de crédito) hacia los países en desarrollo, y un encarecimiento de estos. Como resultado de ello, Colombia va a enfrentar dificultades en los próximos meses para obtener recursos de la banca privada y de los inversionistas internacionales³⁸ para financiar su déficit fiscal (y en cuenta corriente). Los recursos disponibles serán provistos además a tasas de interés más altas.

³⁵ En la sección siguiente se muestra que Venezuela es el único país para el que se pudo probar que su crecimiento económico afecta (en el sentido de Granger) el de Colombia.

³⁷ La inversión de Japón está empezando a mostrar sin embargo un dinamismo interesante.

³⁸ Más no de la banca multilateral. En octubre el BID, el Banco Mundial y el FMI le ofrecieron al país sumas importantes de crédito.

En materia cambiaria, cabe mencionar que el peso sufrió presiones especulativas especialmente fuertes en agosto de 1998, originadas parcialmente en ventas de acciones por parte de los fondos de inversión extranjera, ventas que también han producido caídas importantes en los precios bursátiles. Las altas tasas de interés, producto de la política monetaria restrictiva adoptada por el Banco de la República para defender la economía de las presiones especulativas, también han presionado a la baja los precios de las acciones. El aumento de las presiones especulativas llevó al Banco de la República a mover la banda cambiaria en septiembre, lo que produjo inmediatamente una fuerte devaluación.

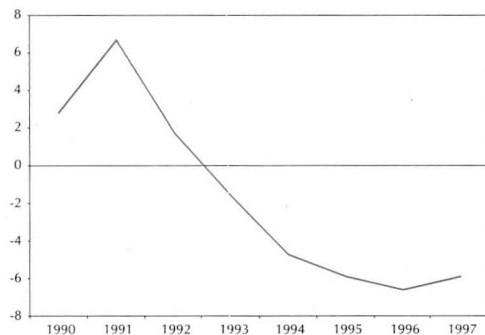
La persistencia de los déficit en cuenta corriente y su tendencia creciente (Gráfico 5), aumentaron en los últimos años los riesgos de ataques especulativos contra el peso. La fuente de estos desequilibrios es el déficit fiscal; el sector privado ha contribuido a agravar marginalmente estos desequilibrios en los últimos dos años (Gráfico 5).

1. Las relaciones entre el crecimiento económico colombiano y el crecimiento mundial: resultados de algunos ejercicios econométricos para cuantificar los efectos de contagio

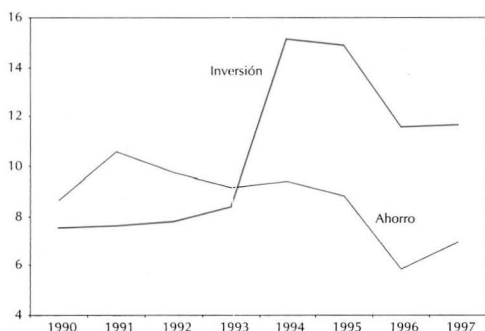
Una segunda forma de aproximarse a una estimación del impacto de la crisis asiática sobre el crecimiento económico colombiano, consiste en examinar la correlación entre el crecimiento del PIB colombiano y el de otros países y regiones, incluida la asiática. En el Cuadro 27 se reportan los coeficientes de correlación entre el crecimiento del PIB colombiano y el de las economías asiáticas, de la CEE, Estados Unidos, Venezuela y mundial; también se reportan los valores de un test estadístico t que prueba la hipótesis nula de que el coeficiente de correlación es igual a cero³⁹. De acuerdo con esta prueba, exis-

Gráfico 5. COLOMBIA: AHORRO, INVERSIÓN Y DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE 1990-1997

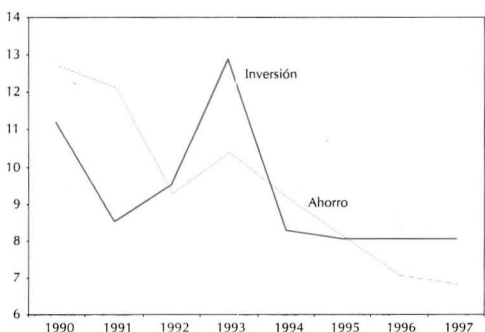
**Déficit en cuenta corriente
(% del PIB)**



**Ahorro e inversión pública
(% del PIB)**



**Ahorro e inversión privada
(% del PIB)**



Fuente: Cuentas Nacionales, Dane.

te una correlación positiva entre el crecimiento del PIB colombiano y el crecimiento del PIB de los cinco países asiáticos considerados, el de la Comunidad Económica Europea (CEE), el de Filipinas, el de Estados Unidos y el de la economía mundial.

Entre estos resultados se destaca la alta correlación del PIB colombiano con el de la Comunidad Económica Europea y el de la economía mundial. Se obtuvieron, sin embargo, dos resultados contraintuitivos. El primero es la correlación relativamente alta entre el crecimiento del PIB de Filipinas y el colombiano. Pero esta aparente contradicción se aclara al observar la relativamente alta correlación entre el crecimiento del PIB filipino y el de la Comunidad Económica Europea (0.4) -el crecimiento del PIB de Filipinas no tiene una correlación significativa con el crecimiento del PIB de Estados Unidos, ni con el de la economía mundial-. El segundo resultado contraintuitivo, es la ausencia de una correlación entre el crecimiento económico venezolano y el colombiano; más adelante se verá que la relación existe, pero que no es contemporánea.

Para considerar la posibilidad de que las correlaciones entre el crecimiento del PIB colombiano y el de los países seleccionados no sean contemporáneas, se estimaron correlaciones entre el crecimiento del PIB colombiano y el de los países seleccionados con uno o dos rezagos (los resultados no se reportan). Este nuevo ejercicio mostró una correlación del crecimiento del PIB colombiano únicamente con el de los Estados Unidos (0,41) en el periodo anterior, así como el de la economía mundial (0,48). Cuando se contemplaron dos rezagos, la única correlación

³⁹ El estadístico de la prueba viene dado por la formula:

$$r \sqrt{\frac{n-2}{1-r^2}}$$
 y tiene una distribución t con $n-2$ grados de libertad. (r = coeficiente de correlación; y n = número de observaciones).

Cuadro 26. ORIGEN GEOGRAFICO DE LOS FLUJOS DE INVERSION EXTRANJERA DIRECTA A COLOMBIA^a (1996-1997)

Países	1996		1997	
	US\$ miles	Participación (%)	US\$ miles	Participación (%)
América del Norte	410.897	21,9	614.507	21,0
América Central	286.907	15,3	320.546	10,9
América del Sur	108.541	5,8	11.006	0,4
Antillas	362.167	19,3	1.592.835	54,3
Europa	691.221	36,8	346.584	11,8
Asia	20.309	1,1	44.947	1,5
Corea del Sur	2.402	0,1	107	0,0
Japón	14.776	0,8	45.030	1,5
Otros países asiáticos	3.131	0,2	(190)	0,0
Otros	(14)	0,0	2.502	0,1
Total	1.880.028	100,0	2.932.927	100,0

^a No incluye inversiones en la actividad petrolera.

Inversión neta: nuevo capital, más utilidades retenidas, menos reembolsos de capital.

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 27. RESULTADOS DE LAS PRUEBAS DE CORRELACION ENTRE LAS TASAS DE CRECIMIENTO DEL PIB DE COLOMBIA Y DE ALGUNOS PAISES SELECCIONADOS (1970-1995)

País	Coefficiente de correlación (r)	Estadístico t (Ho: r=0)	Significancia
Cinco países asiáticos	0,382	1.936	*
Cinco países asiáticos y Japón	0,266	1.296	
C.E.E.	0,600	3.518	***
Indonesia	0,213	1.046	
Corea	0,282	1.408	
Japón	0,322	1.063	
Malasia	0,225	1.109	
Filipinas	0,339	1.726	*
Tailandia	0,213	1.044	
Estados Unidos	0,390	2.029	*
Venezuela	0,238	1.177	
Economía mundial	0,603	3.542	***

* Nivel de significancia: 10%

** Nivel de significancia: 5%

*** Nivel de significancia: 1%

significativamente diferente de cero fue con Venezuela (0,52).

Finalmente, dado que existe una correlación entre el crecimiento del PIB colombiano y el de algunos de los países seleccionados, se quiso establecer también si existe una causalidad a lo Granger entre ellos. En el Cuadro 28 se reportan los resultados del test. Según ellos, tan sólo el crecimiento del PIB venezolano causa a lo Granger (antecede en sus movimientos) el crecimiento del PIB colombiano.

En conclusión, existe una correlación lineal entre el crecimiento del PIB Colombiano y el de los cinco países asiáticos estudiados, pero no una causalidad a lo Granger de estos sobre Colombia. Tan sólo el comportamiento del PIB venezolano afecta posteriormente al colombiano.

Cuadro 28. TEST DE CAUSALIDAD DE GRANGER
(Ho: el crecimiento del PIB colombiano no es
causado a lo Granger por)

País	Estadístico F	Probabilidad
Cinco países asiáticos	0,004	0,996
Cinco países asiáticos y Japón	1.212	0,321
C.E.E.	0,081	0,923
Indonesia	0,464	0,635
Corea	0,412	0,668
Japón	0,327	0,725
Malasia	1.148	0,338
Filipinas	1.002	0,386
Tailandia	0,028	0,973
Estados Unidos	1.578	0,232
Venezuela	2.848	0,083
Economía mundial	0,910	0,420

Fuente: Cálculos propios.

2. Proyecciones con el modelo de equilibrio general de Fedesarrollo

La información sobre comercio exterior e inversión y los ejercicios de la sección anterior proporcionan alguna evidencia de que el impacto de la crisis asiática sobre la economía colombiana se debe producir en gran medida de manera indirecta, a través de sus efectos sobre el crecimiento económico y del comercio exterior a nivel internacional. Los ejercicios, sin embargo, son poco útiles para estimar la magnitud de estos impactos. Una forma de cuantificar estos efectos, que permite incorporar impactos de diversas fuentes, consiste en utilizar un modelo de equilibrio general.

En esta sección se presentan los resultados para 1998 de los ejercicios realizados con el modelo de equilibrio general de Fedesarrollo, que la entidad utiliza periódicamente para realizar proyecciones de corto y mediano plazo⁴⁰.

Las proyecciones efectuadas comparan dos escenarios "sin crisis" asiática con el escenario que con-

templa la crisis. Los dos escenarios "sin crisis" tienen en común el supuesto de devaluación del 20,0% (frente a 22,9% en el escenario con crisis), los supuestos sobre el crecimiento de la inversión pública (-3,0%) y la privada (4,0%) y los supuestos sobre los precios de las "commodities", que se asumen iguales a los proyectados por el FMI antes de la crisis (en diciembre de 1996) para 1998. La diferencia entre los dos escenarios sin crisis radica en el supuesto de crecimiento de las exportaciones menores: en el Escenario 1 se supone un crecimiento de 7,0% y en el Escenario 2 un crecimiento del 8%, frente a un crecimiento del 5,0% en el escenario con crisis (Cuadro 29). Vale la pena mencionar que el modelo, al ser de tipo real y no incluir en consecuencia variables financieras, tan sólo puede considerar los efectos financieros de la crisis de manera indirecta. Esta es la razón por la cual impactos como el de tasas de interés más altas no se modelan, sino que se consideran en forma indirecta (en este caso, en los supuestos sobre el crecimiento de la inversión).

Los resultados del ejercicio muestran un crecimiento del PIB menor en 1,0 punto en el escenario con crisis, frente al Escenario 2 sin crisis, un crecimiento industrial (sin trilla) 0,2 puntos menor y una balanza comercial 0,4 puntos menos favorable (Cuadro 30). Frente al Escenario 1, el deterioro es de 0,8 puntos en el crecimiento del PIB y de 0,2 puntos en el crecimiento industrial.

En conclusión, la crisis asiática puede reducir el crecimiento del PIB colombiano en 1998 en al menos 1,0 punto y deteriorar la balanza comercial en 0,4% del PIB.

⁴⁰ Queremos agradecer la colaboración de Ricardo Correa, quien realizó los ejercicios de simulación que se mencionan en el texto.

Cuadro 29. SUPUESTOS DEL MODELO DE PROYECCION 1998

País	Sin crisis		Con crisis
	Esc 1	Esc 2	
Devaluación (promedio anual)	20,0	20,0	22,9
Exportaciones menores (crecimiento %)	7,0	8,0	5,0
Precios externos			
Pretóleo crudo (US\$/barril)	18,7	18,7	14,5
Café (US\$/libra)	1,7	1,7	1,4
Ferrónique (US\$/libra)	3,5	3,5	3,3
Oro (US\$/onza troyana)	325,0	325,0	325,0
Otras variables			
Inversión privada (crecimiento %)	4,0	4,0	4,0
Inversión pública (crecimiento %)	-3,0	-3,0	-5,0

Fuente: Cálculos propios.

Cuadro 30. RESULTADOS DEL EJERCICIO DE SIMULACION PARA 1998

País	Sin crisis		Con crisis
	Esc 1	Esc 2	
Crecimiento PIB	3,2	3,4	2,4
Balanza comercial/PIB	-1,1	-1,1	-1,5
Crecimiento industrial	1,9	2,3	2,1
Sin trilla	1,9	2,2	2,1

Fuente: Cálculos propios.

BIBLIOGRAFIA

- Akerlof G. y P. Romer (1996), "Looting: The Economic Underworld of Bankruptcy for Profit", NBER Working Paper No. 1869, April.
- Banco Mundial (1998), "¿What effect will East Asia's crisis have on developing countries?", *PREMnotes, Economic Policy*, Number 1, March.
- Bhagwati, Jagdish (1998), "The Capital Mith. The Difference between Trade in Widgets and Dollars", *Foreign Affairs*, May/June.
- Bergsten, Fred (1998), "The Trade Implications of the Asian Financial Crisis", Statements before the Committee on Finance, United States Senate, February 4.
- Calomiris, Charles (1998), "The IMF's Imprudent Role as Lender of Last Resort", *The Cato Journal*, Vol. 17, No. 3.
- CEPAL (1998), "Impacto de la Crisis Asiática en América Latina", mayo 5.
- Corker, Robert y Wanda Tseng (1991), "Financial Liberalization, Money Demand, and Monetary Policy in Asian Countries", *IMF Occasional Paper 84*, July.
- Corredor, Marcela (1998), "Recuperación Industrial y Crisis Asiática", *Prospectiva Económica y de Negocios*, Revista Poder & Dinero y Javier Fernández Riva Asociados, Enero 29.
- Chronology of the Asian Currency Crisis and its Global Contagion 1997-1998, en la siguiente dirección de Internet: www.ster.nyu.edu/nroubini/asia/AsiaChronology1.html.
- Chowdhury, A., et al (1997), *Asia-Pacific Economies. A Survey*, Routledge.
- Dornbusch, Rudiger (1998(a)), "Asian Crisis Themes", February.
- Dornbusch, Rudiger (1998(b)), "Capital Controls: an Idea whose Time is Gone", March.
- East Asia Analytical Unit (1998), *The Philippines. Beyond the Crisis*, Department of Foreign Affairs and Trade, Australia.
- Emerson, Donald (1998), ¿Americanizing Asia?, *Foreign Affairs*, May/June.
- Frankel, Jeffrey (1998), "The Asian Model, The Miracle, The Crisis and the Fund", Delivered at the U.S. International Trade Commission, April 16.
- Feldstein, Martin (1998), "Refocusing the IMF", *Foreign Affairs*, March/April.
- Financial Times (1997), "Jeffrey Sachs: IMF is a power unto itself", December 11.
- Flood R. and P. Garber (1984), "Collapsing Exchange Rate Regimes: some Linear Examples", *Journal of International Economics* 17.
- Institute of International Finance (1998), "Capital Flows to Emerging Market Economies", September 29.
- Kaminsky, Graciela y Carmen M. Reinhart (1998), "Financial Crises in Asia and Latin America: Then and Now", *American Economic Review*, May.
- Kim, Young (1997), Editor, *The Southeast Asian Economic Miracle*, Transaction Publishers, New Brunswick and London.
- Krugman, Paul (1979), "A Model of Balance of Payments Crises", *Journal of Money, Credit and Banking* 11, 311-325.
- Krugman, Paul (1997), "¿Asia's Miracle is Alive and Well? Wrong. It Never Existed", *Time*, September 29.
- Krugman, Paul (1998), "What Happened to Asia", January, PK home page.
- Lardy, Nicholas (1998), "China and the Asian Contagion: so Far, so Good", *Foreign Affairs*, July/August.
- Lincoln, Edward (1998), "Japan's Financial Mess", *Foreign Affairs*, May/June.
- Mehran H. et. al., Editors (1996), Interest Rate Liberalization and Money Market Development, International Monetary Fund.
- Miller, Victoria (1998), "The Double Drain with a Cross-Border Twist: More on the Relationship Between Banking and Currency Crisis", *American Economic Review*, May.
- Obstfeld, Maurice (1986), "Rational and Self-Fulfilling Balance-of-Payments Crises", *American Economic Review* 76, March.
- Radelet, Steven y J. Sachs (1998), "The Onset of the East Asian Financial Crisis", Harvard Institute for International Development.
- Sachs, Jeffrey (1997), "The Wrong Medicine for Asia", November 3.
- Sarel, Michael (1997), "Growth and Productivity in ASEAN Countries", *IMF Working Paper*, August.
- Stiglitz, Joseph (1998), "Sound Finance and Sustainable Development in Asia", The World Bank Group, Keynote Address to the Asia Development Forum, Manila, March 12.
- Swary, I. y B. Topf (1993), La Desregulación Financiera Global. La Banca Comercial en la Encrucijada, *Fondo de la Cultura Económica*.