

# COYUNTURA ECONOMICA

**DIRECTOR EJECUTIVO**

Juan José Echavarría S.

**SUBDIRECTOR**

Alejandro Gaviria U.

**SECRETARIA GENERAL**

María Mercedes Carrasquilla B.

**INVESTIGADORES**

Sandra Zuluaga M.  
Ariane Ortíz B.

**ASISTENTES DE INVESTIGACIÓN**

Germán Arango B.  
Jorge Hugo Barrientos M.  
Carlos Andrés Gómez P.  
Adriana del Pilar González R.  
María Lucía Guerra B.  
Julian Arturo Ibañez A.  
Mónica Lylián Parra T.  
Mario Nigrinis O.  
Andrés Mauricio Velasco M.

**INVESTIGADORES ASOCIADOS**

Olga Lucía Acosta N.  
María Angélica Arbeláez R.  
Ulpiano Ayala O.  
Felipe Barrera O.  
Marta Luz Henao V.  
Juan Carlos Parra O.  
Mauricio Reina E.  
Alvaro Tirado M.  
Juan Gonzalo Zapata G.  
Luis Alberto Zuleta J.

**ENCUESTA DE OPINIÓN EMPRESARIAL**

Jesús Alberto Cantillo V.  
Over Libardo Garzón C.

**DIRECTORA BIBLIOTECA**

Lucía Fenney Pérez M.

**CONSEJO DIRECTIVO**

Juan Sebastián Betancur Escobar  
Rodrigo Botero Montoya  
Jorge Cárdenas Gutiérrez  
José Alejandro Cortés Osorio  
Carlos Antonio Espinosa Soto  
José Fernando Isaza Delgado  
Alvaro Hernán Mejía Pabón  
José Antonio Ocampo Gaviria  
Oliverio Phillips Michelsen  
Juan Gonzalo Restrepo Londoño  
Rodolfo Segovia Salas

Gerardo Carvajal Leib  
Doris Eder de Zambrano  
Alejandro Figueroa Jaramillo  
Rodrigo Gutiérrez Duque  
Cecilia López Montaña  
José Vicente Mogollón Vélez  
Guillermo Perry Rubio  
Javier Ramírez Soto  
Maristella Sanín Posada  
Ricardo Villaveces Pardo



CE

---

# Coyuntura Económica

**VOL. XXXI No. 3-4 SEPTIEMBRE-DICIEMBRE DE 2001**

**EDITORAS COYUNTURA ECONÓMICA**

María Angélica Arbeláez R.

Sandra Zuluaga M.

**Publicación admitida en el Índice Nacional de Publicaciones Seriadas Científicas y Tecnológicas de COLCIENCIAS**

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 ECONÓMICA**

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](mailto:administrator@fedesarrollo.org.co)

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

Bogotá, D.E., Colombia

## **DISEÑO CARÁTULA**

Marta Granados

## **ARTES**

Myriam Consuelo Lozano G.

Fedesarrollo

## **IMPRESIÓN**

ECM Impresores Ltda.

Carrera 66 No. 76-30

Bogotá, D. C.

Impresa y hecha en Colombia

Printed and made in Colombia

# Contenido

---

<b>EDITORIAL</b>	5
------------------	---

## **LA COYUNTURA A TRAVÉS DE LAS ENCUESTAS. ENCUESTA DE OPINIÓN EMPRESARIAL, CONSUMO Y ENCUESTA A EXPORTADORES**

I. Encuesta de opinión empresarial a la industria y al comercio	11
II. Encuesta de consumo	26
III. Encuesta a exportadores	28

## **ANÁLISIS COYUNTURAL**

I. 2001, un año de desaceleración	52
II. Pronósticos de mediano plazo	65

## **INFORMES DE INVESTIGACIÓN**

Crédito, liberalización financiera e inversión en el sector manufacturero colombiano <i>María Angélica Arbeláez R.</i> <i>Juan José Echavarría S.</i>	73
---	----

Impacto de corto y largo plazo del régimen de inversión de las aseguradoras colombianas <i>María Angélica Arbeláez R.</i> <i>Sandra Zuluaga M.</i> <i>Andrés Mauricio Velasco M.</i>	105
---	-----

Colombia y Venezuela: reformas de política comercial y ajustes institucionales después de la Ronda de Uruguay <i>Juan José Echavarría S.</i> <i>Cristina Gamboa T.</i>	159
--	-----

## **INFORME DE ACTUALIDAD**

Últimos avances en la Organización Mundial de comercio desde la perspectiva colombiana <i>Olga Lucía Lozano F.</i>	195
---	-----



# Editorial

---

El balance del desempeño de la economía en 2001 arroja resultados poco alentadores. Para empezar, el PIB crecerá la mitad de lo esperado, 1,5%, lejos del 3.8% previsto por el gobierno a comienzos del año. Sin embargo, la desaceleración económica no ha sido un fenómeno exclusivo de Colombia, y por el contrario el ritmo de actividad del país será muy superior al previsto para América Latina que se estima en 0,7%. Sólo lo superan países como Chile, Ecuador y Venezuela. Incluso, Colombia se ubica por encima de países desarrollados como Estados Unidos que crecerá 1% y de Asia que lo hará 0,6%, y en niveles similares a Europa Occidental cuya tasa proyectada es de 1,6%.

Sin embargo, el mediocre crecimiento de la economía a lo largo del presente año obedece más a factores internos que externos. En realidad, la crisis internacional solo golpeará el crecimiento del último trimestre a través de la contracción de la demanda externa por exportaciones colombianas y de las menores cotizaciones en el mercado internacional de los bienes exportados. También incide el menor ritmo de devaluación de la tasa de cambio, que en los meses recientes ha empezado a afectar la dinámica exportadora.

En contraste, algunos factores de índole interna han estado presentes a lo largo de todo el año presionando hacia abajo el ritmo de actividad productiva. En el contexto de la demanda, el bajo consumo ha contribuido en forma negativa, y por el lado de la oferta, las presiones negativas han provenido de la contracción del sector minero (esencialmente petróleo) y del pobre desempeño de algunos servicios como los financieros y los servicios del gobierno.

La inversión privada ha logrado crecer a tasas reales aceptables, y sectores como el comercio, la industria, y especialmente la construcción, han mostrado incrementos positivos en la producción. El dinamismo del comercio se ha visto sin embargo limitado por una demanda débil, aspecto que en el caso de la industria ha podido ser parcialmente compensado por la mayor dinámica exportadora registrada hasta el tercer trimestre del año. Por su parte, la actividad constructora logró salir de la crisis, proceso que fue en parte impulsado por las medidas de apoyo dictadas por el gobierno.

El problema de los bajos ingresos de los colombianos está en el centro de la historia de 2001. Los resultados de la reciente encuesta de Fedesarrollo a los

consumidores, que además son consistentes con aquellos de la Encuesta Social a los hogares, evidencian que los agentes perciben que su situación económica es mala y que detrás de ella está el elevado nivel de desempleo. No sólo hay muchas personas que no tienen trabajo, sino que además entre aquellos que hoy lo tienen existe un gran temor a perderlo. No hay capacidad de ahorro y los ingresos sólo alcanzan para consumir los bienes básicos. Adicionalmente, sus decisiones están rodeadas de una enorme incertidumbre sobre el futuro de la economía, no sólo en materia de empleo, sino también en relación con variables como las tasas de interés y los precios.

Es evidente que esta situación se ha trasladado al sector real y se ha traducido en menores ventas, pedidos y en un incremento de existencias. La incertidumbre también ha estado presente entre los empresarios, quienes a pesar de que tienen intenciones de invertir, no desarrollan sus planes a cabalidad pues se han visto coartados por el desempeño futuro de la demanda interna, y en los últimos meses también de la demanda externa.

Pero si bien la incertidumbre sobre la demanda futura es justificable, es necesario que el país empiece a incorporar en las expectativas aspectos positivos sobre el desempeño de la economía. La historia de 2001 también trae buenas noticias. Para empezar, la economía está hoy más ajustada que a lo largo de la década pasada y así lo han reconocido los inversionistas internacionales. Desde la perspectiva fiscal, se completó este año buena parte del paquete de reformas y se logró controlar el déficit fiscal a pesar de la caída de la actividad económica. Además, la credibilidad que obtuvo el país en el exterior le permitió al gobierno conseguir recursos para financiar el déficit fiscal, e incluso para prefinanciar una parte importante de las necesidades del 2002. Vale la pena insistir nuevamente que la reforma pensional que el Gobierno presentará al Congreso

es crucial para que la credibilidad internacional se consolide.

El déficit externo no será alto pues las exportaciones no tradicionales han ayudado a compensar la caída de las ventas externas de productos tradicionales. La entrada de capitales ha permitido financiar el déficit de la cuenta corriente y acumular reservas internacionales. La entrada de divisas ha propiciado una relativa calma en el mercado cambiario, aunque en los meses recientes ha conducido también a un menor ritmo de devaluación que se ha visto acentuado por las bajas expectativas devaluacionistas.

Las tasas de interés se han mantenido bajas y estables a lo largo del año, a pesar de que las de colocación siguen siendo elevadas con una tendencia a bajar en forma muy lenta. La inflación ha seguido a la baja alcanzando la meta de 8% fijada por el Banco de la República. Ello brinda mayor espacio para una política monetaria proactiva en favor de la recuperación de la economía.

No obstante, estas buenas bases no eximen de problemas el año 2002. Los pronósticos de crecimiento son bajos, 2,5% según Fedesarrollo y 2,2% en promedio de acuerdo con los analistas nacionales e internacionales que participan en *Consensus Forecast*. Estas cifras parecen razonables.

En primer lugar, no cabe duda que la recesión mundial afectará la economía, especialmente por la vía de las exportaciones. Este sector, que fue el líder del crecimiento en 2001, muy probablemente dejará de tener la misma preponderancia. En este proceso, jugarán un papel central la duración de la recesión de la economía norteamericana, y el desempeño de las economías de Venezuela y Ecuador.

Venezuela representa una amenaza latente no sólo por la crisis política por la que atraviesa, sino ade-

más por el desajuste económico. El déficit fiscal es alto y creciente, el superávit externo se reduce a grandes velocidades, se desacumulan cada vez más reservas internacionales y, lo que es más grave, las exportaciones no petroleras caen abruptamente en un contexto de fuerte revaluación de la tasa de cambio. La alta dependencia del petróleo de la economía, de los ingresos fiscales y de las cuentas externas, hace a estos sectores altamente vulnerables frente a lo que suceda con el precio del petróleo. Si se asume que este precio no bajará de 20 dólares por barril, la economía tendrá tarde o temprano que ajustar sus desequilibrios estructurales. Adicionalmente, a la crisis política entra a sumarse una tasa de desempleo creciente que ha alcanzado niveles de 14%. La combinación de estos factores ha llevado a reducir el pronóstico de crecimiento para 2002 de valores cercano a 3%, a una cifra de sólo entre 0,8% y 1%.

La situación de Ecuador también está rodeada de incertidumbre en el mediano plazo, aunque se estima que en 2002 la economía podrá crecer a una tasa de 3,4%. El gran interrogante se plantea en torno a la dolarización y la pregunta es hasta cuando aguantará este proceso. No es fácil pensar que este esquema se pueda mantener por mucho tiempo, si las fuentes de divisas están limitadas a los ingresos derivados de las exportaciones petroleras cuyo precio es incierto, a los créditos internacionales cuya disponibilidad está restringida, y a repatriación de capitales por parte de residentes en el exterior. Las demás alternativas para obtener recursos están prácticamente cerradas, pues las finanzas públicas ya están ajustadas, con un déficit casi nulo, y no existe el instrumento cambiario para mejorar la competitividad de las exportaciones no petroleras. Bajo estas condiciones el panorama hacia el mediano plazo es incierto, pero es previsible que 2002 sea un año aceptable para las ventas colombianas.

Finalmente, la economía norteamericana ha empezado a mostrar algunas señales de recuperación y las dudas se centran en torno a una recesión en forma de "V", es decir con un repunte rápido, o en forma de "U", que implica una recuperación más lenta. Con todo, la situación de este país no debe ser motivo de gran preocupación, por cuanto se trata de la economía más grande del mundo que cuenta con un blindaje importante para soportar una recesión, la cual se presume será de carácter temporal.

Si bien estos rasgos de la economía internacional serán determinantes en un desempeño probablemente menos dinámico de las exportaciones colombianas en 2002, los flujos de capital hacia el país parecen enfrentar menos riesgos. En primer lugar, los estimativos internacionales prevén mayores flujos de capitales privados hacia las economías emergentes y hacia América Latina, en parte como consecuencia de las menores tasas de interés internacionales. En segundo lugar, Colombia se perfila como un buen candidato dentro de la región para atraer capitales. El ajuste de la economía y la consolidación de las reformas (incluyendo necesariamente la pensional) han convertido al país en un mercado relativamente atractivo frente a los demás países de la región, además de que provee un blindaje a la economía que le permite resistir al efecto contagio propiciado por la crisis Argentina.

En síntesis, en el año 2002 la economía colombiana crecerá poco -aunque más que muchos países de la región- en parte porque las exportaciones se verán afectadas por la crisis internacional, y en parte por la debilidad del consumo originado en un alto nivel de desempleo. La inversión privada se convertirá en el motor del crecimiento, pero los agentes llevarán a cabo los planes de inversión en forma lenta y gradual debido a la incertidumbre relacionada con los efectos de la crisis externa y con el proceso elec-



toral. Hacia adelante, los esfuerzos de las autoridades deben concentrarse en adoptar medidas para reactivar el empleo, aspecto sobre el cual no ha ha-

bido progresos, y a proveer condiciones favorables para la inversión privada, si se quiere que el país vuelva a crecer a tasas superiores al 3%.

# **La Coyuntura a través de las Encuestas**



**Tasa de cambio real y consumos: teoría, evidencia y estudios  
del caso colombiano (1959-1997)**

*Carlos Esteban Posada*

**Determinantes de la demanda por turismo hacia  
Cartagena, 1987-1998**

*Luis Armando Galvis*

*María Modesta Aguilera*

**Hacia una definición de la Economía de la Salud**

*Selma J. Mushkin, Ph.D.*

**Crítica a las bases éticas de la teoría neoclásica en la  
propuesta del bienestar social de Amartya Sen**

*Germán Darío Valencia*

*John Faber Cuervo*

**Políticas de precios en contingencias de generación  
de electricidad**

*David Fernando Tobón*

**Indicadores: pobreza**

---

# LECTURAS DE ECONOMÍA

---

**51**

Julio- Diciembre  
1999

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

## **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

<http://caribe.udea.edu.co/~lecturas> e-mail: [lecturas@caribe.udea.edu.co](mailto:lecturas@caribe.udea.edu.co)



# La coyuntura a través de las encuestas: encuesta de opinión empresarial, consumo y encuesta a exportadores

---

## I. ENCUESTA DE OPINIÓN EMPRESARIAL A LA INDUSTRIA Y AL COMERCIO

Los datos recientes de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo muestran algunos signos de reactivación. Aunque aún es prematuro asegurar que esta tendencia se sostendrá durante los próximos meses, es un hecho significativo que permitiría vislumbrar mejores perspectivas para el año entrante, dado el dinamismo de algunas variables como la inversión privada y las exportaciones no tradicionales, así como la estabilidad en las tasas de interés y la positiva evolución reciente de los sectores industrial y de construcción.

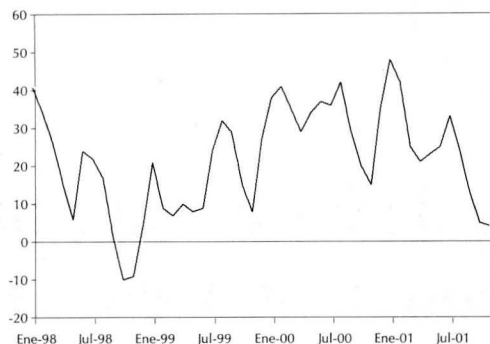
En contraposición, hay tres factores que podrían neutralizar los signos de reactivación: la situación de orden público, el comportamiento de la economía mundial y la incertidumbre que genere el proceso electoral durante los primeros meses del año. Por lo pronto, Fedesarrollo proyecta un crecimiento del 2,5% para el 2002, levemente mejor que el del año que termina.

### A. Industria

#### 1. *Expectativas*

- A la pregunta sobre cómo ven los industriales los próximos meses, los resultados preliminares a noviembre de la EOE muestran que la tendencia pesimista que se evidenciaba en las expectativas de producción durante los últimos meses se detuvo. Si bien no hay un cambio sustancial y positivo en la percepción que tienen los empresarios sobre el desempeño futuro de la producción, en noviembre aumentó el número de los que piensan que la producción permanecerá igual y se redujo el de los que piensan que en los próximos tres meses disminuirá (Gráfico1).
- 20% de los encuestados señaló que la producción aumentará en el próximo trimestre versus 16% que opinó lo contrario. Desde septiembre es cada vez mayor el número de empresarios que espera que la producción se mantenga igual en el corto plazo.

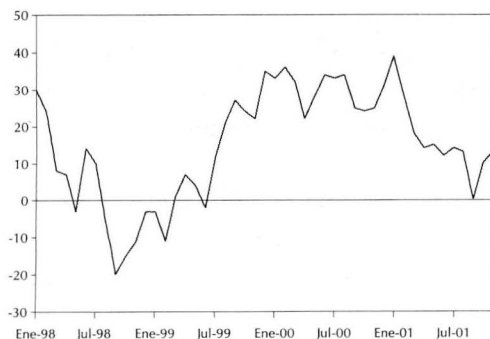
**Gráfico 1. EXPECTATIVAS DE PRODUCCIÓN - INDUSTRIA (Nivel nacional)**



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

- ❑ Las perspectiva de largo plazo, en contraste, tienden a mejorar pues en noviembre aumentó el porcentaje de empresarios que considera que su situación económica para los próximos seis meses será favorable, al pasar de 24% en octubre a 26% en noviembre. El grupo de los que considera que su situación económica será desfavorable se redujo de 14% a 13% (Gráfico2).
- ❑ Si bien se percibe un menor optimismo en los empresarios que el que se registraba un año atrás, los resultados recientes evidencian un cambio

**Gráfico 2. EXPECTATIVAS DE SITUACIÓN ECONÓMICA - INDUSTRIA (Nivel nacional)**



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

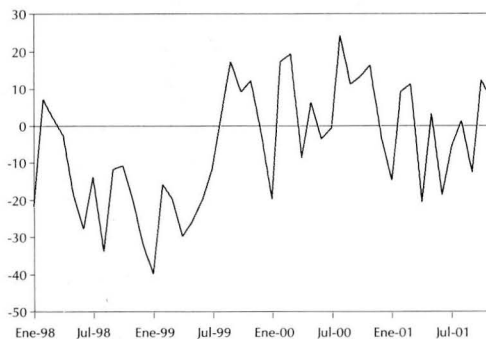
de tendencia en las expectativas de los encuestados que fueron particularmente negativas desde el segundo trimestre de este año.

- ❑ Sin duda en este resultado intervienen otras variables cuyo comportamiento ha venido mejorando en los últimos meses, como la estabilidad de las tasas de interés, la baja tasa de inflación y la dinámica de las exportaciones no tradicionales.

## 2. Actividad productiva

- ❑ Los datos de la EOE de los últimos meses muestran una mejora en la actividad productiva entre septiembre y octubre, tendencia que se revierte en los datos preliminares a noviembre.
- ❑ Los datos recientes muestran un incremento en el porcentaje de empresarios que considera que la actividad productiva en el mes anterior se mantuvo igual o fue más débil, a pesar de que septiembre fue un excelente mes. En efecto, el porcentaje de empresarios que no experimentó ningún cambio en su actividad productiva pasó de 48% en octubre a 50% en noviembre, y el de los que registraron una menor actividad productiva aumentó de 20% a 21% (Gráfico 3).

**Gráfico 3. ACTIVIDAD PRODUCTIVA - INDUSTRIA (Nivel nacional)**



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

- No obstante, un análisis estadístico de largo plazo de la serie de respuestas a esta pregunta muestra, por una parte, que la serie tiene una estacionalidad anual, en lo cual tiene que ver mucho el impacto que el mes de diciembre tiene sobre la industria y el comercio. Por otra parte, a pesar de esa estacionalidad, hay una leve tendencia al alza, lo cual es un signo positivo.

### 3. Situación económica

- En cuanto a la percepción de los empresarios sobre su situación económica, aunque no se observa una tendencia positiva, tampoco se evidencia un deterioro sustancial en los datos a noviembre (Gráfico 4).
- En efecto, el porcentaje de empresarios que considera que su situación económica es buena pasó de 25% en octubre a 26% en noviembre, cifra que ha crecido paulatinamente desde septiembre. No obstante, en noviembre aumentó el porcentaje de los que señalan que su situación económica fue mala, al pasar de 17% en octubre a 21% en noviembre.

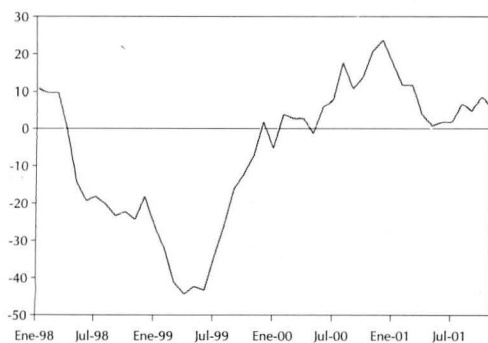
### 4. Existencias y pedidos

- El desempeño de las existencias continúa siendo un resultado positivo en la EOE. En efecto, desde julio los empresarios han reportado una disminución en sus inventarios (Gráfico 5).
- En octubre 22% de los empresarios encuestados señaló que sus existencias eran grandes, cifra que se redujo a 21% en noviembre. Igualmente, el porcentaje de empresarios que considera que sus existencias son pequeñas pasó de 4% en octubre a 7% en noviembre.
- En consecuencia, los pedidos han mostrado una tendencia ascendente que, sin embargo, se interrumpe levemente en los datos preliminares de noviembre.
- Los datos de noviembre muestran que el porcentaje de empresarios que estima que los pedidos aumentaron respecto al mes anterior, se redujo de 36% en octubre a 34% en noviembre (Gráfico 6).

### 5. Comercio

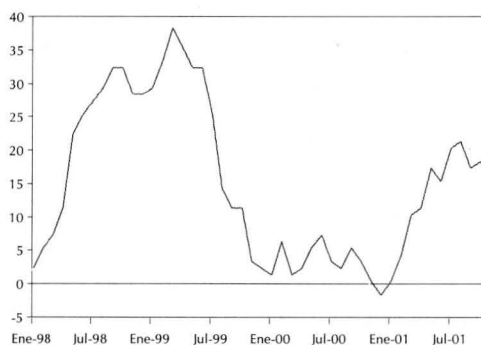
- Las ventas reales del comercio minorista sin incluir combustibles durante septiembre crecieron

**Gráfico 4. SITUACIÓN ECONÓMICA - INDUSTRIA (Nivel nacional)**



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

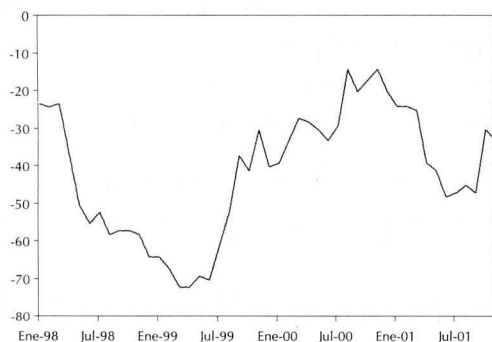
**Gráfico 5. EXISTENCIAS - INDUSTRIA (Nivel nacional)**



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

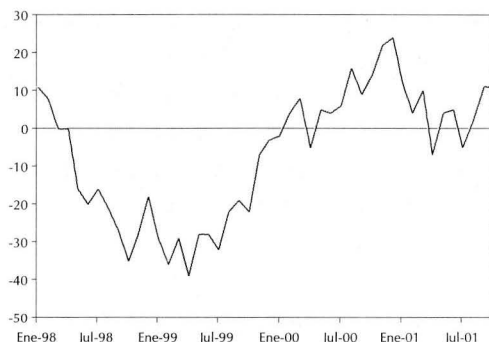


**Gráfico 6. NIVEL DE PEDIDOS - INDUSTRIA (Nivel nacional)**



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

**Gráfico 7. SITUACIÓN ECONÓMICA - COMERCIO (Nivel nacional)**

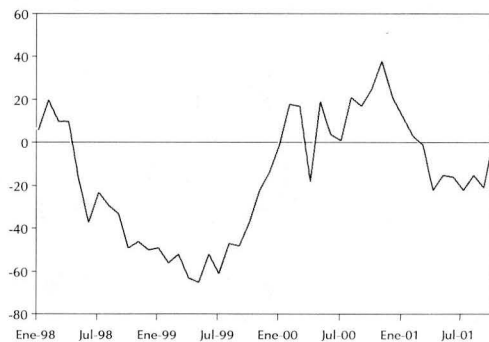


Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

3,8% en relación con el mes inmediatamente anterior. Este porcentaje revela una mejoría en las ventas durante octubre, pues en agosto apenas crecieron 1,8% respecto al mes anterior.

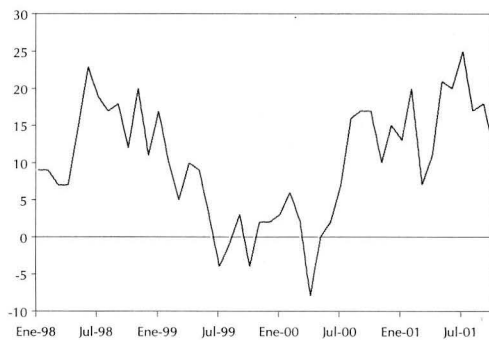
- ❑ Curiosamente fue el grupo de muebles y equipos para oficina el que mostró la mayor dinámica con un crecimiento en las ventas del 66,8%; seguido de Libros, papelería, periódicos y revistas con 35%; y artículos y utensilios domésticos con 19%.
- ❑ Cayeron las ventas de productos farmacéuticos con -3,9%; repuestos y accesorios para vehículos -3,1%; y alimentos -1,9%.
- ❑ Las ventas durante los primeros nueve meses del año crecieron 2,9% en relación con el mismo período del 2000, lo que significa un leve repunte frente al año corrido terminado en agosto.
- ❑ La EOE al sector revela que la tendencia positiva que venía registrando la situación económica de los comerciantes desde julio se detuvo en octubre (Gráfico 7).
- ❑ No obstante, el desempeño de las ventas ha sido positivo en los últimos meses y las existencias continúan cayendo (Gráficos 8 y 9).

**Gráfico 8. VENTAS IGUAL MES AÑO ANTERIOR - COMERCIO (Nivel nacional)**



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

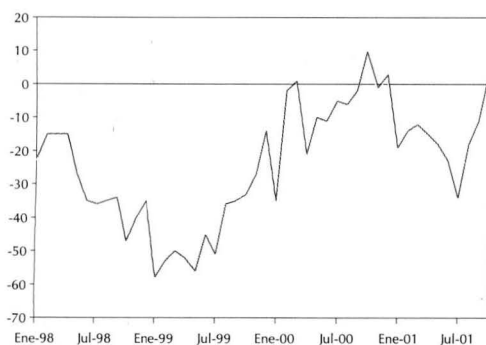
**Gráfico 9. EXISTENCIAS - COMERCIO (Nivel nacional)**



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

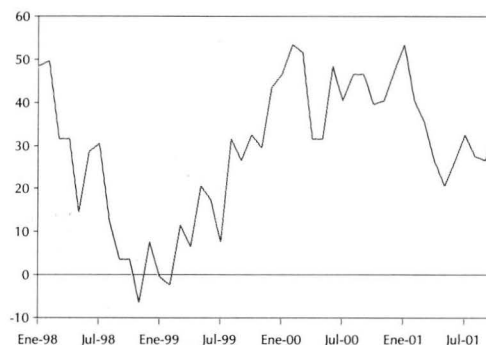
- Igualmente, los pedidos a proveedores continúan con la tendencia creciente que vienen registrando desde julio (Gráfico 10).
- Bajo estas condiciones, las expectativas de los comerciantes sobre su situación económica futura son positivas y el optimismo se mantuvo en octubre (Gráfico 11).
- La baja demanda continúa siendo el principal problema que aqueja al sector comercio.
- En efecto, 59% de los encuestados atribuyó el bajo nivel de las ventas a la debilidad de la demanda interna. Este fenómeno empezó a ser importante desde 1998, remplazando al contrabando como principal causa explicativa de la crisis en este sector.
- El contrabando, por su parte, es la segunda causa de la crisis del comercio según el 20% de los encuestados y la dificultad en conseguir un crédito bancario es la tercera en concepto del 12% de los comerciantes. Debe destacarse que estos dos últimos factores tuvieron un aumento en importancia en septiembre y octubre. Así mismo, si bien su importancia relativa es pequeña, los

**Gráfico 10. PEDIDOS A PROVEEDORES - COMERCIO (Nivel nacional)**



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

**Gráfico 11. EXPECTATIVAS DE SITUACIÓN ECONÓMICA - COMERCIO (Nivel nacional)**



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

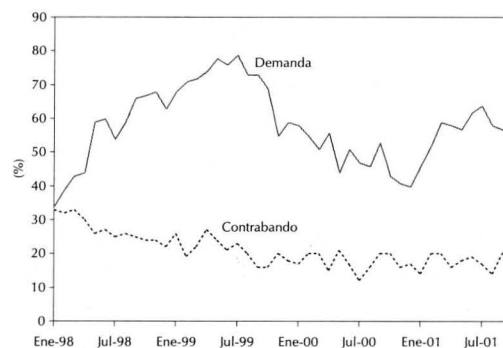
comerciantes le asignan cada vez más peso a las ventas ambulantes como un problema para su sector (Gráficos 12 y 13).

## II. ENCUESTA DE CONSUMO

### A. Introducción

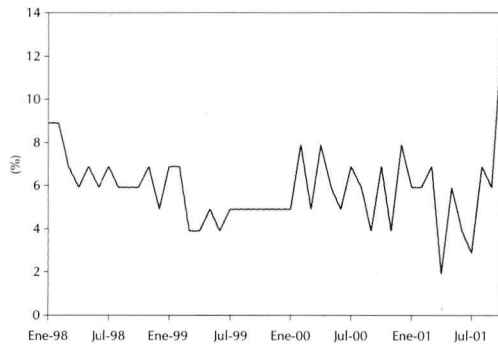
El comportamiento del consumidor y su impacto sobre la actividad económica es un aspecto que suscita gran interés entre analistas y ejecutores de política económica y, en general, entre todos aque-

**Gráfico 12. LOS PROBLEMAS EN EL COMERCIO (Nivel nacional)**



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

### Gráfico 13. LOS PROBLEMAS EN EL COMERCIO (Nivel nacional)



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

llos que buscan una explicación para los fenómenos que influyen sobre los mercados y la evolución futura de las economías.

En respuesta al gran número de opiniones sobre el comportamiento de los consumidores, sus expectativas, creencias y formas de influir sobre la dirección de la economía, en las últimas décadas han surgido encuestas que buscan encontrar los vasos comunicantes entre la actitud de un consumidor y las principales variables económicas. En Estados Unidos las encuestas más conocidas sobre las actitudes de los consumidores han dado lugar a la creación del Índice del sentimiento del consumidor de la Universidad de Michigan y al Índice de Confianza del Consumidor del *Conference Board*. Este tipo de encuestas se aplican también en varios países de Europa, Canadá, Japón y Taiwán.

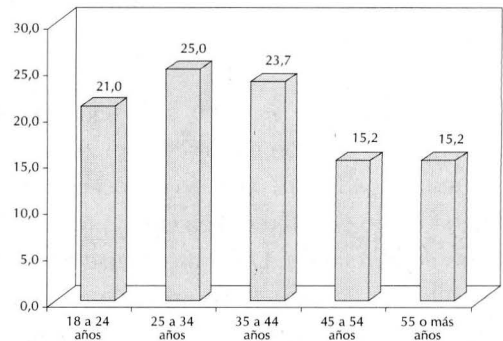
Fedesarrollo elaboró en noviembre de 2001 la primera encuesta conocida en el país con esas características con el propósito de construir un índice de confianza del consumidor. La encuesta fue aplicada a 600 personas de las cinco principales ciudades del país. 50% de los encuestados se realizaron en Bogotá, 20% en Medellín, 20% en Cali y 10% en Barranqui-

lla. La encuesta cubrió todos los estratos sociales, la mitad se aplicó a hombres y la mitad a mujeres, mayores de 18 años de edad. La distribución de la muestra por edades muestra una concentración en el rango de 25 a 44 años, que son las edades más productivas en términos de consumo y ahorro (Gráfico 14).

Por niveles de ingreso, la muestra se divide en un 6% de encuestados de clase social alta, un 20% de clase media y un 74% clase baja (Gráfico 15).

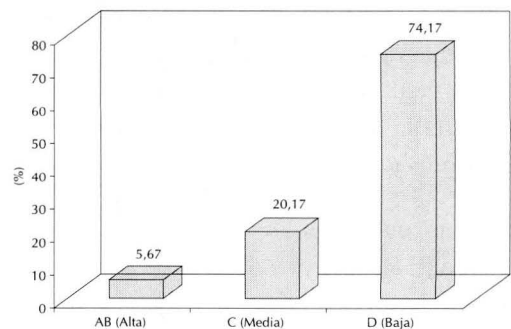
Las preguntas que contiene la encuesta están fundamentalmente orientadas a determinar cómo ven los

### Gráfico 14. COMPOSICIÓN DE LA MUESTRA POR EDADES



Fuente: Encuesta de Consumo, Fedesarrollo.

### Gráfico 15. COMPOSICIÓN DE LA MUESTRA POR CLASE SOCIAL



Fuente: Encuesta de Consumo, Fedesarrollo.

consumidores su situación financiera hacia el futuro y cómo ven las perspectivas de la economía en el corto y en el largo plazo. En particular, se pregunta sobre la situación de las finanzas personales, las condiciones de los negocios y de las decisiones de compra.

## B. Análisis e interpretación de los resultados

Los resultados de la encuesta confirman que la expansión económica de principios de la década de los noventa y la profunda crisis que le siguió, produjeron un consumidor cauto y conservador a la hora de tomar decisiones de compra. Estas características se explican, por una parte, por una limitada disponibilidad de recursos, en la medida en que la capacidad de ahorro es muy baja y se evidencia una relativa aversión al endeudamiento. Por otra parte, el temor a perder el empleo y la incertidumbre sobre el futuro del país, indudablemente están afectando el comportamiento de los consumidores.

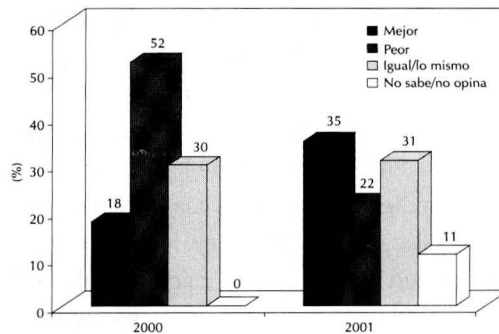
## C. ¿Cuál es la situación económica de los hogares?

La percepción de los encuestados sobre su situación económica actual es mayoritariamente negativa. 52% respondió que la situación económica de sus hogares está mal, 30% que está igual y sólo 18% mejor (Gráfico 16).

Estos resultados confirman los obtenidos en la Encuesta Social de Fedesarrollo de abril del presente año, en la cual para un 28% de los encuestados la situación de su hogar empeoró frente a los seis meses anteriores y para un 60% se mantuvo igual.

No obstante, pese a la percepción negativa sobre la situación actual, las expectativas sobre el futuro de la situación económica de los hogares son más alentadoras. Un 35% de los encuestados piensa que a un año las cosas deben estar mejor, porcentaje si-

## Gráfico 16. ¿CÓMO LE ESTÁ YENDO ECONÓMICAMENTE A LOS HOGARES RESPECTO A HACE UN AÑO?



Fuente: Encuesta de Consumo, Fedesarrollo.

milar al observado en la encuesta realizada a los hogares en el mes de abril en relación con la situación en el semestre siguiente. Sin embargo, persiste un cierto pesimismo sobre 22% de los encuestados que considera que las cosas a doce meses serán peores y 31% que estima que serán iguales.

## D. ¿Cómo ven la situación económica del país?

Para indagar sobre la percepción de los encuestados sobre la situación del país se trató, por una parte, de conocer su percepción sobre la situación económica actual del país y sus expectativas sobre la situación futura. Por otra parte, se formuló una pregunta que establece un nexo entre la situación del país y la de los consumidores.

Los consumidores encuestados piensan que la situación económica actual del país ha empeorado. Mientras 78% de los encuestados considera que la situación actual del país es peor que hace un año, sólo 11 de cada cien encuestados encuentra que el país está hoy mejor. Las expectativas hacia el futuro no parecen ser mejores. En efecto, para 40% de los encuestados la situación actual no va a cambiar, y para otro 35% será inclusive peor. Sólo para 18%

de las personas encuestadas la situación económica del país mejorará el próximo año (Gráfico 17).

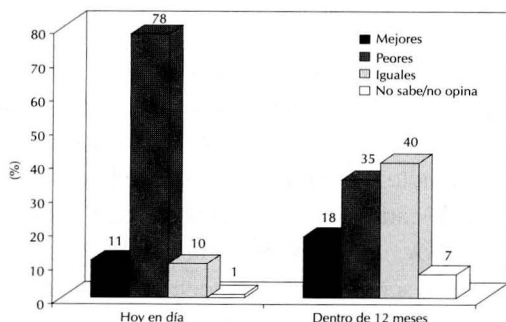
Como es de esperar, la recesión económica ha tenido un fuerte impacto sobre las expectativas de la gente. En este contexto es muy poca la proporción de encuestados que espera que su situación mejore en el futuro. En efecto, 51% de los encuestados señaló que, teniendo en cuenta las condiciones económicas del país en general, en los próximos doce meses vendrán malos tiempos, mientras sólo un 20% espera condiciones favorables (Gráfico 18).

El pesimismo frente a la situación económica general se extiende a otros agentes privados de la economía. La Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo viene mostrando a lo largo de todo el año que las condiciones económicas para invertir se han deteriorado y son desfavorables para un porcentaje alto de los empresarios.

### E. El desempleo seguirá aumentando

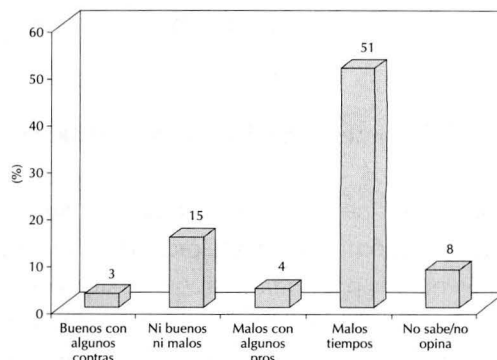
Estrechamente ligada con la situación económica de los hogares y con el desempeño del país, está la percepción negativa sobre lo que pasará con el empleo. La persistencia de los altos niveles de desem-

**Gráfico 17. CONDICIONES ECONÓMICAS DEL PAÍS EN GENERAL**



Fuente: Encuesta de Consumo, Fedesarrollo.

**Gráfico 18. DADAS LAS CONDICIONES ECONÓMICAS DEL PAÍS, COMO CREE QUE SERÁN LOS TIEMPOS QUE VIENEN DURANTE LOS PRÓXIMOS DOCE MESES**



Fuente: Encuesta de Consumo, Fedesarrollo.

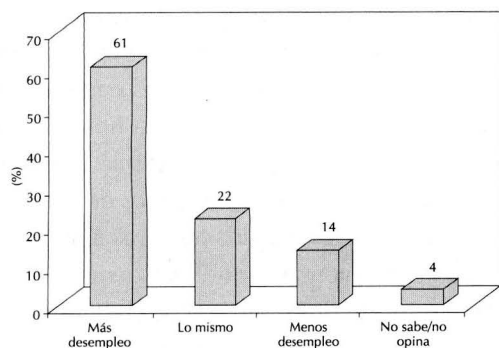
pleo y la ineficacia, desde el punto de la vista de la gente, de las medidas para atacar ese fenómeno, han creado un ambiente de escepticismo sobre la posibilidad de que este flagelo pueda ser controlado en el corto plazo. Los resultados de la encuesta sobre el tema son contundentes: para 61% de los encuestados habrá más desempleo en los próximos doce meses y para otro 22% las tasas se mantendrán en el mismo nivel, que ya es un nivel de por sí alto (Gráfico 19).

En el mismo sentido, la encuesta social de Fedesarrollo realizada en el mes de abril mostró que uno de los principales obstáculos para el consumo de los hogares es el alto temor al desempleo. Así lo manifestó cerca del 80% de los hogares, un porcentaje que prácticamente se ha mantenido inalterado desde marzo de 2000.

### F. Los precios serán más altos

En cuanto al comportamiento de los precios durante el próximo año, los encuestados no tienen mucha confianza en que los bajos niveles inflacionarios de

**Gráfico 19. ¿CÓMO SE COMPORTARÁ EL DESEMPLEO DURANTE LOS PRÓXIMOS DOCE MESES?**

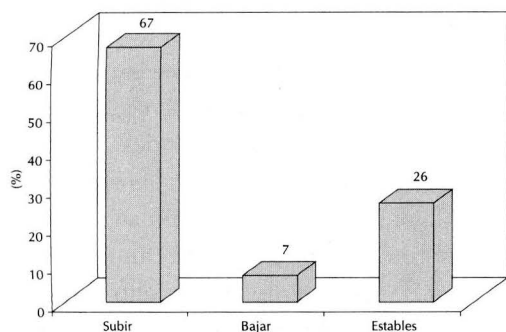


Fuente: Encuesta de Consumo, Fedesarrollo.

los últimos años sean permanentes. Para 67% de los encuestados los precios subirán en los próximos doce meses y sólo un 15% cree que bajarán. Lo sorprendente es que 40% de los encuestados (cerca del 70% de los que creen que los precios van a subir) considera que la inflación será superior a la meta de 6% establecida por las autoridades económicas (Gráfico 20).

Con esta respuesta parecería que para los consumidores la inercia inflacionaria no se ha roto. La ta-

**Gráfico 20. ¿QUÉ CREE QUE PASARÁ CON LOS PRECIOS DE LAS COSAS EN GENERAL DURANTE LOS PRÓXIMOS DOCE MESES?**



Fuente: Encuesta de Consumo, Fedesarrollo.

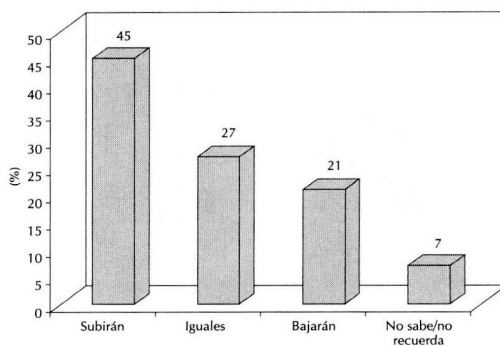
sa de inflación se encuentra actualmente en uno de sus niveles históricos más bajos y podría terminar el año en 8%, no obstante parece que aún las décadas de alta inflación tienen un peso importante en la memoria de los colombianos.

### G. Evitar el endeudamiento aún con bajas tasas de interés

48% de los encuestados cree que las tasas de interés de los créditos se mantendrán o incluso bajarán de los niveles actuales, mientras 45% cree que subirán. A pesar de la tendencia hacia la baja que ha mostrado la tasa de interés en los últimos años, los encuestados no perciben este movimiento como permanente y existe un grupo amplio que espera que el costo del dinero aumente en el futuro (Gráfico 21).

Esta percepción de los agentes sobre el desempeño futuro de las tasas de interés justifica la posición conservadora que se evidencia cuando se indaga sobre el endeudamiento. En efecto, 74% de los encuestados confirmó que ninguna persona de su hogar ha solicitado un préstamo con alguna entidad financiera en los últimos doce meses. En contraste,

**Gráfico 21. ¿QUÉ CREE QUE PASARÁ CON LOS INTERESES DE LOS PRÉSTAMOS LOS PRÓXIMOS DOCE MESES?**



Fuente: Encuesta de Consumo, Fedesarrollo.



llama la atención el hecho de que es superior el porcentaje de personas que solicitó un préstamo a un familiar (39%) que el de solicitantes al sector financiero (26%) (Gráfico 22). La evidente incertidumbre sobre el comportamiento futuro de las tasas de interés sumada a los graves problemas de cartera que afectaron relación entre el sector financiero y los agentes privados, han redundado en una relativa "informalidad" del mercado del crédito.

Los anteriores resultados los confirma también la encuesta social, en la que se observa que los hogares quieren cada vez menos crédito. En abril 80% de ellos manifestó que no solicitaría crédito en los doce meses siguientes. Asimismo, en el módulo especial sobre demanda de crédito realizado a los empresarios en el mes de julio, un alto porcentaje de empresas no tenía planes de solicitar crédito al sector financiero y más bien la estrategia futura de buena parte de las firmas es reducir su nivel de endeudamiento incluso por los próximos dos años.

La desconfianza sobre el futuro de la economía y la estabilidad de las tasas de interés, así como la resis-

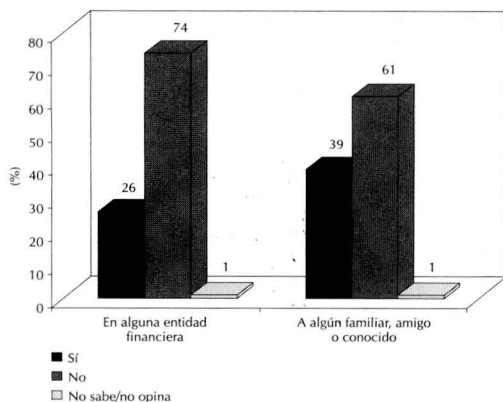
tencia a endeudarse con el sistema financiero, se constituyen en grandes obstáculos para dinamizar las decisiones de los consumidores. Además, no puede desconocerse que también interviene en la explicación de la poca disposición de los particulares a endeudarse, la decisión del sistema financiero de ser más cauto en el momento de prestar. La enorme cartera incobrable de los últimos años de la década pasada y el sacrificio de utilidades para capitalizarse, ha llevado a los intermediarios financieros a ser menos laxos respecto de la solicitud de créditos y a exigir mejores garantías antes de desembolsar nuevos recursos.

## H. Las decisiones de consumo

Los resultados de la encuesta muestran que para 46% de los encuestados este es un buen momento para adquirir vivienda. Esta respuesta tiene amplia justificación, dadas la política de incentivos tributarios para el sector que se adoptó recientemente. Las medidas del gobierno encaminadas a reformar el sistema de crédito hipotecario y a apoyar el sector de la vivienda han despertado el interés de los consumidores en este tipo de activos. Esta percepción no es sorprendente si se compara con el buen desempeño reciente del sector de construcción en general y específicamente de la vivienda, en todos los estratos.

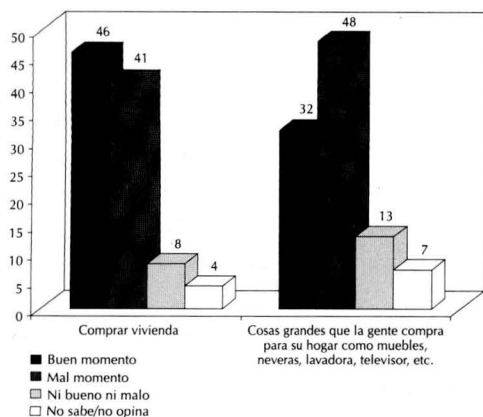
No obstante lo anterior, aún hay un 41% que considera que no es un buen momento para adquirir vivienda. Con todo, es posible que en la memoria de los encuestados persista la imagen de todos aquellos que perdieron sus viviendas al incumplir sus obligaciones hipotecarias con las entidades del sistema financiero. Además, como se vio, no hay claridad sobre el comportamiento futuro de las tasas de interés y, por último, hay un alto grado de incertidumbre sobre la permanencia en el empleo (Gráficos 23 y 24).

**Gráfico 22. ¿EN LOS ÚLTIMOS DOCE MESES ALGUIEN DE ESE HOGAR HA SOLICITADO UN PRÉSTAMO?**



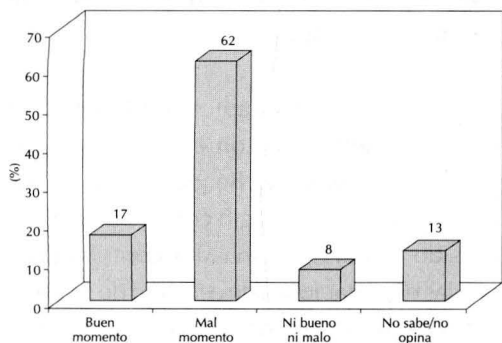
Fuente: Encuesta de Consumo, Fedesarrollo.

**Gráfico 23. EN TÉRMINOS GENERALES CÓMO CREE USTED QUE ES EL MOMENTO PARA:**



Fuente: Encuesta de Consumo, Fedesarrollo.

**Gráfico 24. ¿CÓMO CREE QUE SERÁ EL MOMENTO PARA COMPRAR AUTOMÓVILES EN LOS PRÓXIMOS DOCE MESES?**



Fuente: Encuesta de Consumo, Fedesarrollo.

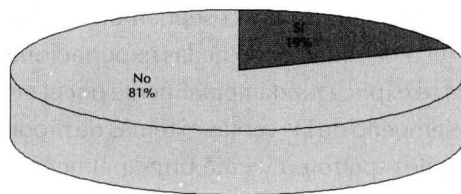
En contraste, 48% de los encuestados considera que es un mal momento para comprar electrodomésticos (muebles, nevera, lavadora, televisor) y 68% estima que en los próximos doce meses será un mal momento para comprar automóviles.

Es inevitable reiterar que las variables ingresos y estabilidad laboral tienen un peso fundamental en este resultado. La crisis económica y el alto nivel de

desempleo han llevado a los consumidores a establecer una nueva escala de prioridades, muy diferente quizá a aquella diseñada en épocas de bonanza y de mayor confianza sobre el futuro de la economía.

Finalmente, la falta de incentivos para consumir se confirma con el hecho de que 81% de los encuestados considera que con sus ingresos y gastos no le es posible ahorrar, máxime cuando existe tanta incertidumbre sobre el ingreso futuro (Gráfico 25).

**Gráfico 25. ¿DIRÍA USTED QUE EN LA ACTUALIDAD LE ESTÁ ALCANZANDO PARA AHORRAR ALGO?**



Fuente: Encuesta de Consumo, Fedesarrollo.

### III. ENCUESTA DE EXPORTADORES

Buena parte de los temores generados por la desaceleración de la economía mundial y, en particular, por la recesión de Estados Unidos se han concentrado en el posible impacto sobre las exportaciones. Temores más que justificados, pues durante los dos últimos años las ventas externas han sustentado el crecimiento industrial.

Si bien la tasa de cambio ha sido un factor favorable para la dinámica exportadora, tanto o más importante lo es la situación de nuestros principales compradores entre los que se cuentan Estados Unidos, Ecuador y Venezuela.

Ante la coyuntura actual, surgen muchos interrogantes sobre el panorama futuro para las exportaciones.

La verdad es que las perspectivas son tan inciertas como lo es el desempeño futuro de la economía norteamericana, la posible evolución de los precios del petróleo y la situación económica de nuestros principales socios en la región andina, para no mencionar la compleja situación política por la que atraviesa Venezuela. Por su parte, los exportadores ya han empezado a percibir un ambiente menos favorable en el mercado internacional, tal y como lo muestra el módulo especial sobre exportaciones de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo que se realizó en octubre pasado.

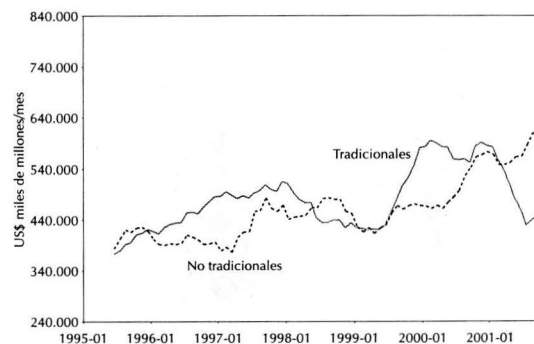
### A. ¿Cómo van las exportaciones?

En lo corrido del año hasta septiembre ha habido una pérdida de dinamismo de las exportaciones totales que se explica fundamentalmente por el lamentable desempeño de las ventas externas de productos tradicionales -petróleo y café principalmente-. Las exportaciones totales cayeron 3.9%, comparado con igual período del año anterior. Las ventas externas de productos tradicionales decrecieron 18,4%, mientras las de productos no tradicionales crecieron 11,5% (Gráfico 26).

Nuestra canasta de socios comerciales está ampliamente concentrada en Estados Unidos y la región andina, aunque la situación es sustancialmente diferente tratándose de bienes tradicionales y no tradicionales. En el caso de las exportaciones tradicionales, aproximadamente 62% de nuestras exportaciones se dirigen al mercado de Estados Unidos, 21% a la Unión Europea, 2% a Japón y 1% a la Comunidad Andina. Para las exportaciones no tradicionales, la Comunidad Andina compra 37% de este tipo de productos, Estados Unidos 30%, la Unión Europea 8% y Japón 1%.

Los principales productos colombianos que se venden en el mercado estadounidense son petróleo,

**Gráfico 26. EXPORTACIONES**  
(Promedio móvil 6 meses)



Fuente: cálculo con base en DANE.

flores y productos químicos. A la Unión Europea se exporta banano, petróleo, carbón y unos productos muy específicos del sector confección. En contraste, entre las principales exportaciones a los mercados venezolano y ecuatoriano se destacan vehículos, azúcar y productos químicos.

Las ventas de productos tradicionales han caído a casi todos los mercados, con excepción de Venezuela, Canadá, Alemania, Bélgica e Italia. Estados Unidos, como principal socio comercial de Colombia, ha sido el país que más ha contribuido a la caída de las exportaciones de este tipo de productos. Las ventas de productos no tradicionales aumentaron a casi todos los mercados en el período enero-septiembre, con excepción de las destinadas a la Unión Europea, Japón y Canadá. Los países de la Comunidad Andina son los que más están contribuyendo, de manera relativa, al crecimiento de las ventas externas de productos no tradicionales.

De acuerdo con la composición de nuestros socios comerciales, el panorama no parece muy alentador. Por una parte, la economía estadounidense se encuentra atravesando una franca recesión desde marzo pasado y existen señales contradictorias sobre

cuál será su duración. A pesar de que los indicadores de consumo han repuntado levemente durante las últimas semanas, los analistas estadounidenses coinciden en afirmar que la ola de despidos seguirá por unos meses más, de manera que los signos de reactivación no parecen muy contundentes. Por otra parte, Europa y Japón también están atravesando por una situación económica difícil. En la Unión Europea, el ritmo de crecimiento de Alemania, una de las economías más grandes y dinámicas de la región, ha caído. Japón lleva casi diez años de crecimiento lento o negativo, con una respuesta casi nula a los enormes esfuerzos de política económica que ha emprendido el gobierno. De hecho, buena parte de la incertidumbre que se ha generado alrededor de la situación económica mundial obedece al hecho de que hace casi tres décadas no coincidían al tiempo las economía más grandes en un momento de recesión.

Finalmente, el futuro de la economía venezolana y, en particular, una inminente devaluación del bolívar es otro factor decisivo para el desempeño futuro de nuestras exportaciones, especialmente de bienes industriales. Si bien hasta ahora los precios del petróleo han favorecido a la economía del vecino país, la compleja situación política ha llevado a una fuerte salida de capitales. Este hecho, combinado con un creciente déficit fiscal, que puede profundizarse por una caída de los precios del petróleo, propiciaría una devaluación de la moneda venezolana que afectaría negativamente las ventas de productos colombianos en ese país.

## B. Exportadores menos optimistas

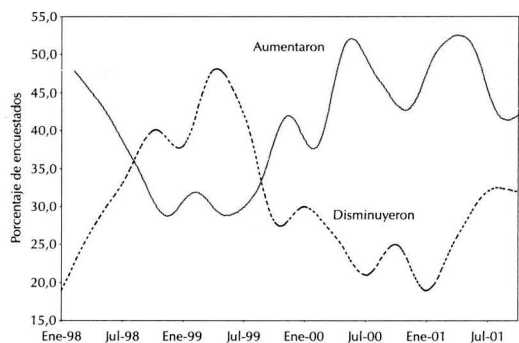
La encuesta trimestral a exportadores muestra que cada vez es mayor el porcentaje de empresarios que señala que sus pedidos de exportación han disminuido. Mientras en enero de este año sólo 19% de los encuestados experimentó una caída en sus

pedidos, esta cifra ascendió a 26% en abril y se ubicó en 32% en julio y octubre (Gráfico 27). Igualmente, a lo largo del año ha sido cada vez menor el porcentaje de empresarios a los que les aumentan los pedidos. En enero de este año para 51% de los encuestados hubo aumentos en sus pedidos para el exterior, mientras en octubre pasado ese porcentaje descendió a 43%.

En consecuencia, las expectativas de los exportadores se han deteriorado. Mientras en enero de este año 45% de los encuestados consideraba que en el próximo trimestre sus exportaciones en dólares iban a ser mayores, en octubre sólo 25% ve el futuro con ese optimismo. Desde abril el grupo de empresarios que espera que sus ventas externas sean menores ha ido creciendo hasta situarse en el 22% de los encuestados.

¿Dónde radican los problemas? Los empresarios perciben un deterioro de su posición competitiva en los mercados de destino de sus productos. Desde enero pasado ha sido decreciente el número de empresarios que considera que su posición competitiva ha sido favorable para sus exportaciones, porcentaje que pasó de 28% en enero a 19% en octubre. Igual-

**Gráfico 27. COMPORTAMIENTO DE LOS PEDIDOS DE EXPORTACIÓN DURANTE EL ÚLTIMO TRIMESTRE**



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

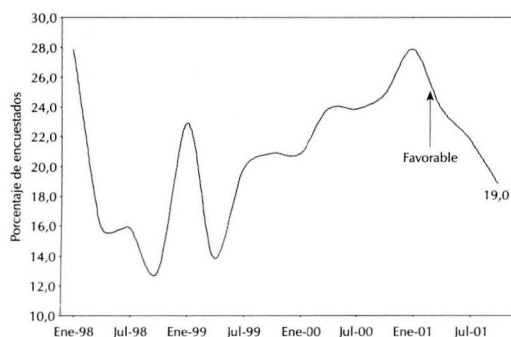
mente en octubre ascendió a 38% el porcentaje de empresarios que estima que su posición competitiva se ha tornado desfavorable (Gráfico 28).

En esta percepción de los exportadores tiene que ver mucho el comportamiento de la tasa de cambio, los altos costos del transporte interno en Colombia y la situación del país comprador.

En efecto, el porcentaje de empresarios que considera que la tasa de cambio peso-dólar es un factor favorable para su actividad descendió de 81% en abril a 22% en octubre pasado. Situación que no resulta extraña frente a la reducción en el ritmo de devaluación nominal que se ha dado desde finales del primer trimestre de año. La tasa de devaluación anual pasó de casi 17% en mayo a 5% en septiembre, situación que ha llevado a un virtual estancamiento de la tasa de cambio real que perdió el ritmo de crecimiento que traía desde comienzos de 1998 (Gráfico 29).

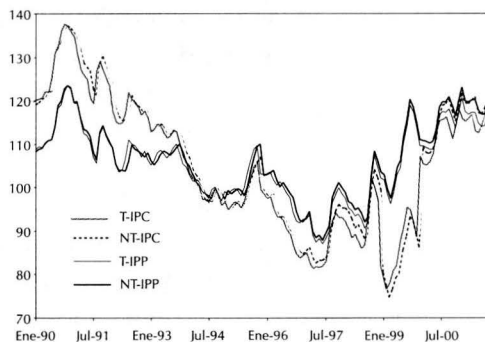
El transporte interno en Colombia es uno de los factores que los exportadores encuentran como más nocivos para el desarrollo de su actividad. 59% de los encuestados considera que es un factor desfavorable, 38% estima que es un factor neutro y sólo

**Gráfico 28. POSICIÓN COMPETITIVA EN LOS MERCADOS DE DESTINO**



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

**Gráfico 29. ÍNDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL\* (Base: promedio geométrico 1994 = 100)**



Fuente: Banco de la República.

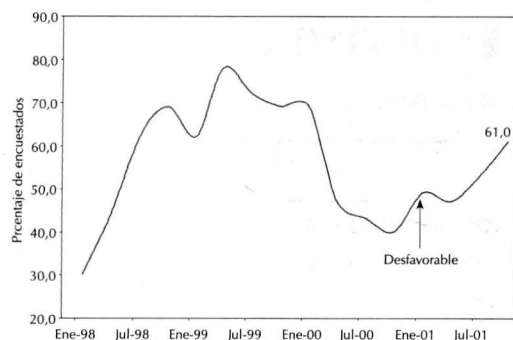
3% considera que es favorable. El impacto más negativo del transporte interno se da por la vía de los costos pues es el principal factor que los exportadores señalan para explicar por qué los precios de su competencia en el exterior son inferiores a los de sus productos de exportación, seguido del costo de la mano de obra.

Finalmente, la situación del país comprador es un aspecto que cada vez preocupa más a los exportadores. El porcentaje de empresarios que señala que en el último trimestre la situación de su socio comercial se tornó desfavorable se incrementó de 40% en octubre del año pasado a 61% en octubre último, y ha mantenido una tendencia creciente en lo corrido del año (Gráfico 30).

Entre los sectores que se muestran más pesimistas sobre el desempeño futuro de sus ventas externas se destacan los de cuero, industria de madera, imprentas y editoriales e industrias básicas de hierro y acero, los cuales coinciden en señalar una reducción de sus pedidos del exterior.

Estos resultados son preocupantes a la luz de la importancia que las exportaciones han adquirido para

### Gráfico 30. SITUACIÓN ECONÓMICA DEL PAÍS COMPRADOR



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

la actividad económica. Si bien es de esperar que la tasa de cambio se mantenga en un nivel favorable hacia el futuro, resulta preocupante lo poco que se puede hacer para mejorar la competitividad de los empresarios colombianos en aspectos como el transporte interno, cuyo costo no sólo depende de la infraestructura sino de las condiciones de seguridad que por demás se deterioran a la par que las condiciones de orden público. Frente a factores como este, resultan limitados los beneficios que se logran de iniciativas como la renovación de las preferencias comerciales del ATPA o del apoyo institucional que los empresarios le reconocen a Proexport.



# CUADERNOS DE ECONOMIA

Latin American Journal of Economics

Año 38

Agosto 2001

Nº 114

## ECONOMÍA DE LA POBREZA Y DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO: ESTUDIOS SOBRE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE

### SUMARIO

INTRODUCCIÓN <i>Norman Hicks, Alberto Valdés</i> <i>Editores Especiales</i>	117
POBREZA EN AMÉRICA LATINA: TENDENCIAS (1986-1998) Y DETERMINANTES <i>Quentin Wodon, Rodrigo Castro-Fernandez</i> <i>Kihoon Lee, Gladys Lopez-Acevedo, Corinne Siaens, Carlos Sobrado,</i> <i>Jean-Philippe Tre</i>	127
PARA ESCAPAR DE LA TRAMPA DE LA POBREZA EN AMÉRICA LATINA: EL PAPEL DE LOS FACTORES FAMILIARES <i>Enrique Aldaz-Carroll, Ricardo Morán</i>	155
POBREZA Y DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO EN CHILE 1987-1998. NUEVA EVIDENCIA <i>Dante Contreras, Osvaldo Larrañaga, Julie Litchfield, Alberto Valdés</i>	191
¿EDUCACIÓN O INFLACIÓN? LA MICRO Y MACROECONOMÍA DE LA DISTRIBUCIÓN DEL INGRESO EN BRASIL DURANTE 1981-1995 <i>Francisco H. G. Ferreira, Julie Litchfield</i>	209
¿ALIVIAN LA POBREZA LOS PROGRAMAS AGRÍCOLAS DE MÉXICO? EVIDENCIA DESDE EL SECTOR DEL EJIDO <i>Louise Cord, Quentin Wodon</i>	239

PRECIO SUBSCRIPCIÓN ANUAL 2001		(CUATRIMESTRAL)
Chile	\$	12.000
América Latina	US\$	44 (incluye envío aéreo)
Europa y USA	US\$	54 (incluye envío aéreo)

NUMEROS SUELTOS O ATRASADOS		
Chile	\$	4.000
Extranjero	US\$	15 (incluye envío aéreo)

Enviar pedidos de suscripción y cheque o giro (libre de comisiones y gastos bancarios) a nombre de:

Pontificia Universidad Católica de Chile

Instituto de Economía

Oficina de Publicaciones

Teléfonos: 686-4314; 686-4312

Casilla 76, Correo 17, Santiago

CHILE

FAX 56-2-5521310

echamorr@volcan.facea.puc.cl

Dirección WEB: <http://sol.facea.puc.cl/cuadernos>

*Cuadernos de Economía*

Pontificia Universidad Católica de Chile

Derechos reservados

Inscripción Nº 63.967

(autorizada su reproducción con mención de las fuentes)

# Análisis Coyuntural

# PENSAMIENTO IBEROAMERICANO

## Revista de Economía Política

Revista semestral patrocinada por el Instituto de Cooperación Iberoamericana (ICT) 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, Maria C. Tavares, Edelberto Torres-Rivas, Juan Velarde Fúertes, Luis Yáñez-Barnuevo.

Director: Osvaldo Sunkel

Secretario de Redacción: Carlos Abad

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

Número 19

Enero-Junio 1991

### SUMARIO

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

##### PERSPECTIVAS ECONOMICAS DE AMERICA LATINA EN LOS NOVENTA

- Luiz Carlos Bresser Pereira, 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 TECNOLÓGICA 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.
- Pjero 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 Rieznik 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 Aísa 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

# Análisis Coyuntural

---

## I. 2001, UN AÑO DE DESACELERACIÓN

Dado el desempeño de la economía a lo largo del año y la incertidumbre generada por la inminente desaceleración de la economía internacional, Fedesarrollo redujo su pronóstico de crecimiento para este año a 1,5%. Es una cifra baja (la mitad) frente a lo esperado a principios del año, pero superior al crecimiento promedio de 0,72% estimado por el Banco Mundial para los países del Hemisferio, e incluso superior al 1% proyectado para las economías avanzadas.

A pesar de la desaceleración internacional y de los acontecimientos del 11 de septiembre, no se debe adjudicar la desaceleración de la economía colombiana en 2001 a la recesión internacional, y por el contrario, el bajo crecimiento para este año tiene sus orígenes en factores internos más que externos. La economía internacional viene sufriendo un claro efecto negativo provocado en parte por la desaceleración de Estados Unidos, pero este no se dio en Colombia en los primeros tres meses del año. Tampoco se sintió el impacto del decaimiento de economías de la región como Argentina, Brasil y México, o de países desarrollados como Estados Unidos, incluso

siendo este país el principal socio comercial de Colombia.

Las principales causas de la desaceleración que ha presenciado la economía colombiana durante el presente año son principalmente el debilitamiento de la demanda ocasionado en buena parte por un desempleo que difícilmente baja de 18%, y la gran incertidumbre que rodea las decisiones de los agentes económicos.

Por el lado de la oferta, sectores como la industria y el comercio mostraron una desaceleración continua durante los primeros nueve meses del año con una ligera recuperación hacia el final; los servicios excluyendo el comercio han crecido a tasas muy bajas, en buena parte como resultado del mediocre desempeño de los servicios financieros y del gobierno; y la minería ha caído en forma permanente como consecuencia de la menor producción de petróleo. En contraste, la agricultura ha mostrado una situación más favorable y la construcción una mejoría notoria.

Por el lado de la demanda, el consumo sigue siendo muy bajo, tanto privado como público, rubros que en conjunto explican cerca del 80% del PIB; la

inversión privada crece a tasas positivas pero no muy dinámicas; y las exportaciones e importaciones han registrado a lo largo del año las mayores contribuciones al crecimiento.

Las razones que llevan a pensar que hasta septiembre la crisis internacional no tuvo efectos negativos son las siguientes: las exportaciones tuvieron un comportamiento positivo hasta ese mes; los términos de intercambio no habían sufrido un deterioro muy marcado; y por último, el gobierno pudo financiar parte de su déficit fiscal sin grandes dificultades, lo cual se reflejó en niveles de *spread* de la deuda soberana más bajos y estables que en el pasado reciente.

En síntesis, el panorama externo parece no haber afectado en forma importante la economía colombiana, por lo menos hasta los acontecimientos del 11 de septiembre. Sin embargo, a partir de esta fecha la situación cambió, y a los factores internos (entre ellos la incertidumbre generada por las elecciones del próximo año) entran a sumarse las mayores dificultades por las que atraviesan otras economías. La conjugación de los factores internos y externos será determinante para el desempeño de la economía en los años siguientes, especialmente en 2002.

Algunas condiciones fueron sin embargo favorables durante el año: se cumplió con la meta de inflación fijada por el Banco de la República de 8%; las tasas de interés se mantuvieron en niveles bajos al menos para la captación de recursos del público; y el mercado cambiario presenció una relativa estabilidad con una tasa de devaluación promedio de cerca de 8%, resultado en buena medida de un adecuado flujo de capitales hacia el país.

El déficit fiscal terminó siendo superior al previsto por el gobierno de 2,8% del PIB para el sector público consolidado (se estima terminará en 3,4%), pues

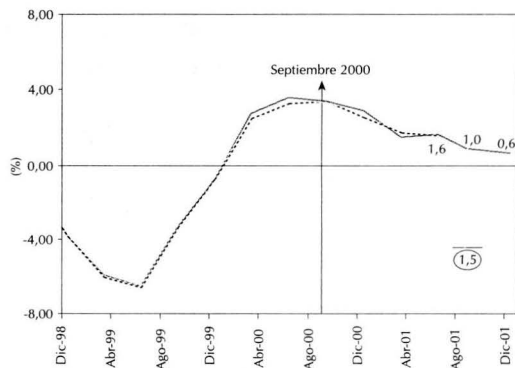
el menor crecimiento de la economía y otros hechos como una producción de petróleo inferior, afectaron los ingresos tributarios. Finalmente, la cuenta corriente de la balanza de pagos registró un desequilibrio previsto en cerca de 2,7% del PIB.

Otros aspectos siguieron ejerciendo presiones negativas al crecimiento, como el alto desempleo que no logró bajar de 18%; la debilidad de la demanda, principalmente del consumo privado; y las restricciones en el crédito del sector financiero no sólo en cuanto a los montos prestados sino también en el elevado costo de los mismos.

### A. Comportamiento PIB agregado

La desaceleración del PIB se inició en septiembre de 2000 y continuó con mayor fuerza en 2001. Los crecimientos trimestrales fueron bajos, de 1,4% y 1,6% para el primero y segundo trimestres del año, 0,97% para el tercero y se estima que sólo crezca 0,6% en el último. Lo anterior lleva a estimar un crecimiento para el año completo de 1,5% (Gráfico 1).

**Gráfico 1. COMPORTAMIENTO DEL PIB REAL-PREDICCIÓN (Variación trimestral anual)**



\* Con base en demanda de energía eléctrica, producción industrial y ventas en el comercio.

Fuente: DANE, y E.O.E. de Fedesarrollo.



De hecho, los pronósticos para Colombia se redujeron sustancialmente para el caso de todos los analistas tanto nacionales como extranjeros, y hoy en día el valor más alto es de 2%, con una media de 1,8% (Cuadro 1).

## B. Comportamiento de los sectores

### 1. Industria

La evolución de la industria manufacturera en lo corrido del año 2001 fue poco satisfactoria para una economía de la que se esperaba una fuerte reactivación. Mientras que en el primer trimestre del año 2000 la industria creció a tasas de 8,5 y 11,3% respectivamente, los crecimientos registrados para este año fueron de 2,4% para el primer trimestre y de apenas 0,33% en el segundo trimestre. Después de la primera mitad del año, se afirmó la tendencia negativa y ya en el tercer trimestre al industria manufacturera presentó un crecimiento real negativo de -3,31% (Gráfico 2).

**Cuadro 1. PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO PARA COLOMBIA (% del PIB)**

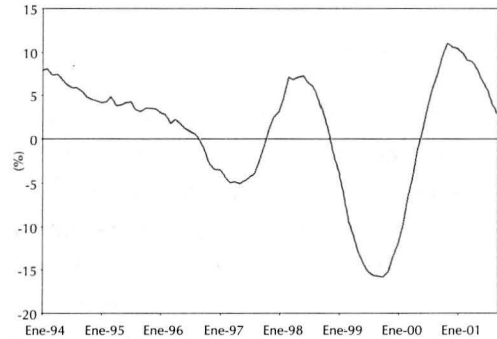
Media	1,8
Media (último mes)	2,1
Media (hace tres meses)	2,7
Mediana	1,7
Máximo	2,5
Mínimo	1,5
Desviación estándar	0,3

#### 2001

IDEA global	2,0
JP Morgan Chase	2,3
Corfivalle	2,5
Fernández Riva y Asociados	1,7
Suvalor	1,9
UBS Warburg	1,8
BBVA Securities	1,7
HSBC	1,7
Saomón Smith Barney	1,6
Satander Colombia	1,6
West LB	1,7

Fuente: Latin American Consensus Forecast, octubre 2001.

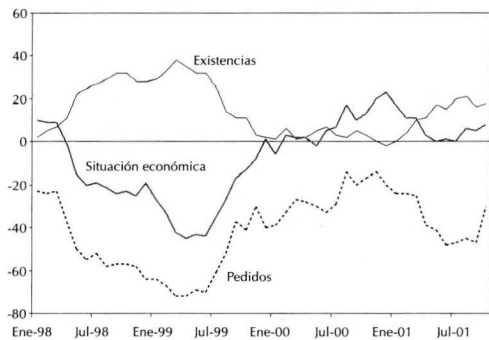
**Gráfico 2. PRODUCCIÓN INDUSTRIAL SIN TRILLA DE CAFÉ (Crecim. anual acumulado) Ene 94 - sep 01**



Fuente: Muestra Mensual Manufacturera.

Esta situación fue corroborada por los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, en la cual se observó un deterioro continuo de la situación económica de las empresas desde el mes de enero, con una leve mejoría en el balance de respuestas desde agosto. Igualmente, las existencias en las empresas crecieron desde comienzos del año y el nivel de pedidos se contrajo en forma contundente. Sobresale el hecho de que la fuerte caída en los pedidos se detuvo en los últimos meses, pero aún se ubica en niveles muy bajos (Gráfico 3).

**Gráfico 3. SITUACIÓN INDUSTRIAL, RESULTADOS ENCUESTA DE OPINIÓN EMPRESARIAL DE FEDESARROLLO (Enero 1994 - octubre 2001)**



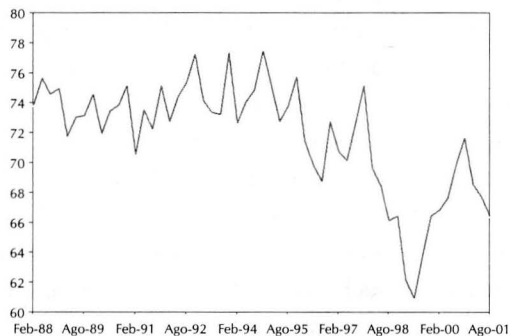
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.



Adicionalmente, la utilización de la capacidad instalada siguió siendo baja, de 66%, niveles similares a los de 1998 y 1999, años en los cuales la recesión económica fue contundente (Gráfico 4).

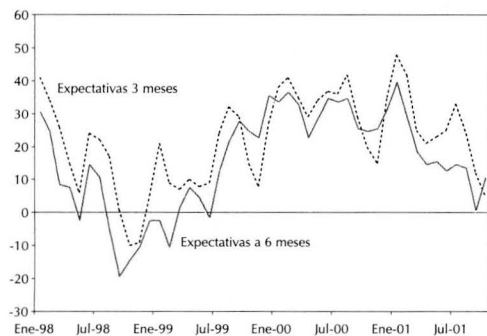
El mismo deterioro lo sufrieron las expectativas de los empresarios, tanto sobre la producción para el trimestre siguiente, como sobre la situación económica para los seis meses siguientes. Las expectativas se mantuvieron en niveles muy pesimistas, con un deterioro muy marcado en los meses de agosto y septiembre y una ligera recuperación posterior (Gráfico 5).

**Gráfico 4. UTILIZACIÓN DE LA CAPACIDAD INSTALADA INDUSTRIAL A NIVEL NACIONAL**



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

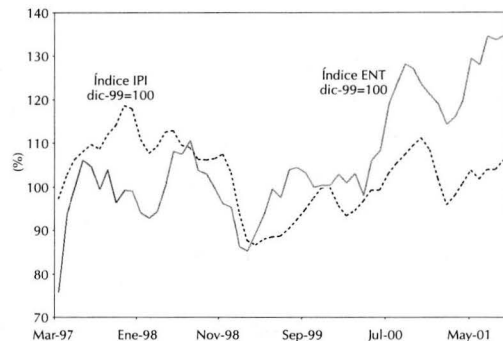
**Gráfico 5. EXPECTATIVAS INDUSTRIALES DE PRODUCCIÓN PRÓXIMO TRIMESTRE Y SITUACIÓN ECONÓMICA EN LOS SEIS MESES SIGUIENTES**



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

Es interesante anotar que el comportamiento de la industria dependió en buena parte del resultado de las exportaciones no tradicionales, siguiendo la misma tendencia de aumento fuerte hasta principios de este año y de desaceleración posterior (Gráfico 6).

**Gráfico 6. PRODUCCIÓN INDUSTRIAL Y EXPORTACIONES NO TRADICIONALES**



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

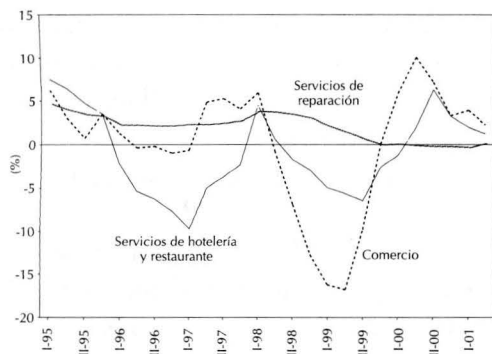
## 2. Comercio

La actividad del comercio también sufrió una pérdida de dinamismo a lo largo del año, con un crecimiento de 5% para el segundo trimestre del año y de apenas 3,2% para el tercero, según el DANE (Gráfico 7).

Los mismos resultados se verificaron con la encuesta de Fedesarrollo a los comerciantes, donde se observó un deterioro marcado desde noviembre de 2000, aunque con una recuperación desde el mes de agosto en cuanto a su percepción sobre la situación económica y los pedidos, y ligeramente en el nivel de ventas (Gráfico 8). En cualquier caso, el pobre desempeño del sector se originó en especial en la debilidad de las ventas y en la mala situación de demanda, aun cuando la percepción cada vez más negativa sobre estas dos variables parece haberse detenido.

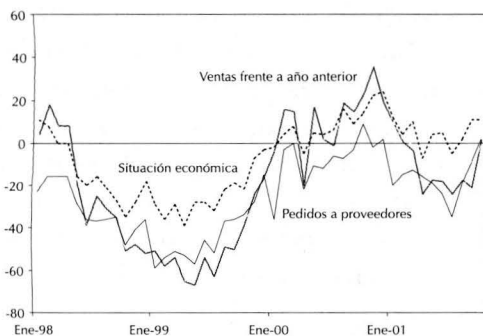
Las expectativas sobre la situación económica también se han deteriorado en forma contundente así

**Gráfico 7. CRECIMIENTO ANUAL DE LA ACTIVIDAD COMERCIAL POR SECTORES (III trimestre de 2001)**



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

**Gráfico 8. RESULTADOS DE LA ENCUESTA DE OPINIÓN EMPRESARIAL DE FEDESARROLLO (Enero 1998 - octubre 2001)**



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

como aquellas sobre las ventas para el siguiente trimestre, a pesar de que estas últimas se recuperaron ligeramente en los últimos meses del año (Gráfico 9).

### 3. Construcción

La actividad de la construcción mostró una mejoría notoria, y creció a tasas positivas desde el segundo trimestre del año. La construcción no observaba tasas de crecimiento positivas en términos reales desde 1998, después de una caída al parecer estacional

**Gráfico 9. EXPECTATIVAS DE LA ACTIVIDAD COMERCIAL (Enero 1998 - octubre 2001)**

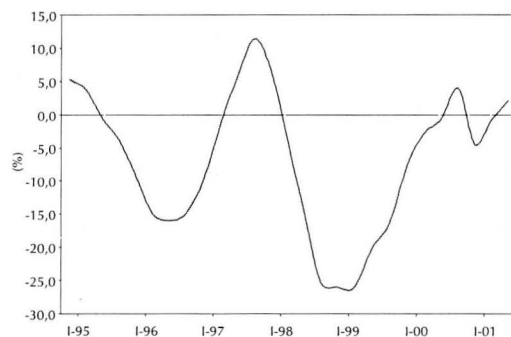


Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

en el primer trimestre del año 2001 de -3,5% en términos reales. Esta actividad empezó a crecer a tasas cada vez más altas de 0,3% en el segundo trimestre y de 3,9% en el tercer trimestre del año 2001 y se perfila desde ya como uno de los sectores que impulsará el crecimiento económico en 2001 (Gráfico 10).

Este desempeño es confirmado con otros indicadores del sector. Las licencias para construcción en lo corrido del año hasta el mes de octubre registraron un crecimiento de 6,2% frente al igual período de

**Gráfico 10. CONSTRUCCIÓN CRECIMIENTO DEL PIB ANUAL TRIMESTRAL (III trimestre de 2001)**



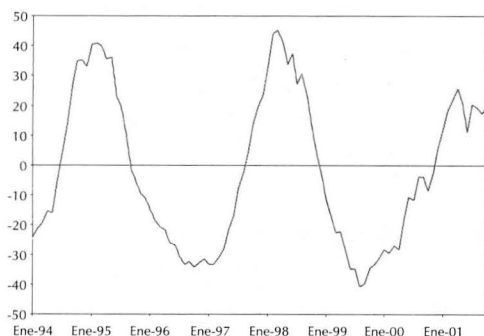
Fuente: DANE.

2000, de las cuales las dirigidas a la construcción de vivienda mostraron un aumento de 8,7% (Gráfico 11).

Otro de los indicadores que evidencian la recuperación del sector es la producción nacional de cemento, la cual en el corrido del 2001 ha registrado un desempeño estable (Gráfico 12).

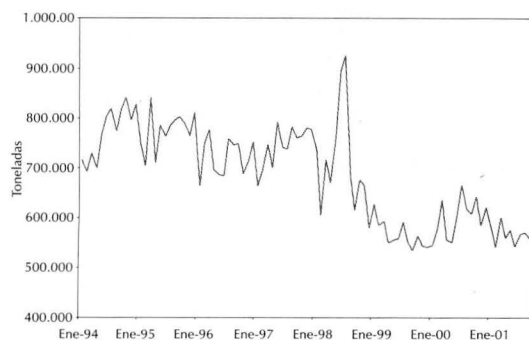
Este comportamiento también se evidenció con la encuesta de opinión a los constructores llevada a cabo por Fedesarrollo. Variables como la percepción de los constructores sobre su situación económica,

**Gráfico 11. ÁREA APROBADA PARA CONSTRUCCIÓN DE VIVIENDA (Crecimiento anual acumulado)**  
Enero 1994 - octubre 2001



Fuente: DANE.

**Gráfico 12. PRODUCCIÓN MENSUAL DE CEMENTO**  
(Septiembre de 2001)



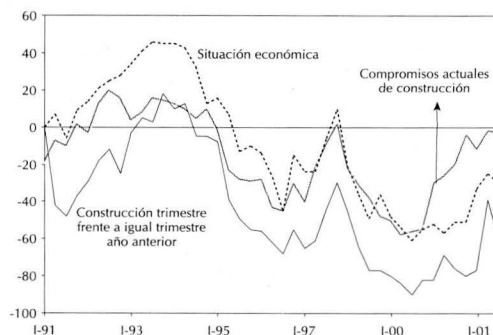
Fuente: DANE.

los compromisos adquiridos en materia de obras y el nivel de actividad frente al año pasado mejoraron en forma sustancial. Además, la recuperación de la actividad de construcción de vivienda se dio para los diferentes tipos de vivienda, incluso recientemente empezó a repuntar la vivienda de estratos medios y altos (superior a 10.000 Upacs) (Gráfico 13).

En forma consistente las expectativas se han recuperado, en parte por las medidas adoptadas por el Gobierno para fortalecer el sector, especialmente la Vivienda de Interés Social y las condiciones de financiamiento, y en parte porque el crédito hipotecario dejó de caer al ritmo en que lo venía haciendo durante los dos años anteriores (Gráfico 14).

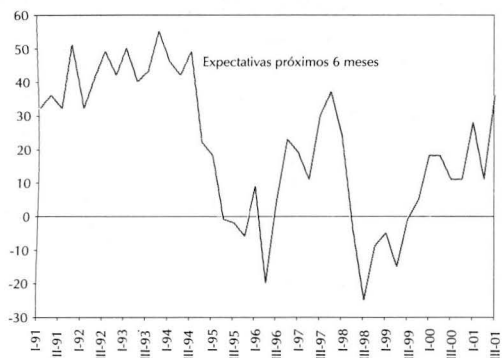
Es importante resaltar que el sector de la construcción se ha convertido en una de las mayores esperanzas hacia el futuro, no sólo por su importancia dentro del PIB sino además por el empleo que este genera. Las medidas del Gobierno han sido exitosas, pero también han ayudado la sobreoferta de bienes raíces en el mercado, que viene de la gran crisis que vivió el sector en los años pasados, y los bajos precios que aún se presentan en los bienes raíces.

**Gráfico 13. RESULTADOS DE LA E.O.E. DE FEDESARROLLO SOBRE EL SECTOR DE CONSTRUCCIÓN**  
(III trimestre de 2001)



Fuente: Encuesta a la construcción, Fedesarrollo.

## Gráfico 14. EXPECTATIVAS DE CONSTRUCCIÓN



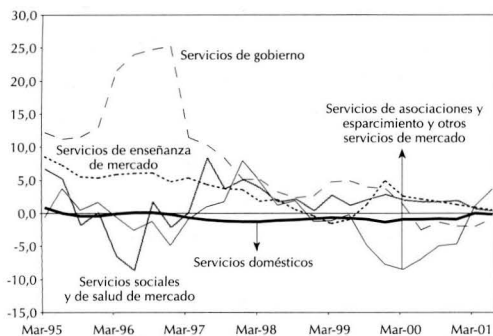
Fuente: Encuesta a la construcción, Fedesarrollo.

### 4. Servicios

El sector de servicios creció a tasas positivas pero bajas, lo cual fue altamente desalentador para la economía por cuanto su peso en el PIB es de cerca de 57%. Esto se explica en especial por el aún débil desempeño de los servicios financieros y por la caída de los servicios del gobierno (Gráficos 15 y 16). Las tasas de crecimiento reales observadas en el sector servicios fueron de -0,2% para el primer trimestre del año, 0,7% para el segundo y 1,7% para el tercero.

El sector financiero mostró signos de recuperación a lo largo del año, pero la actividad de intermediación

## Gráfico 15. PRODUCTO INTERNO BRUTO DE SERVICIOS (II trimestre de 2001)



Fuente: DANE.

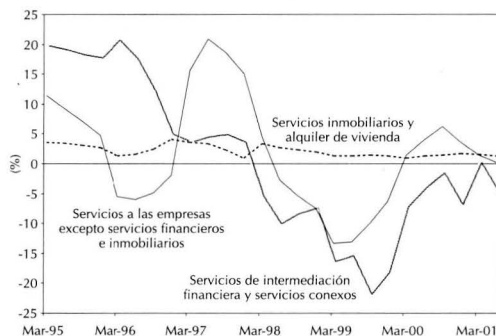
aún es débil en parte por los altos costos del crédito y en parte porque estas operaciones se han visto afectadas por el impuesto a las transacciones financieras tres por mil. El sector de servicios financieros e inmobiliarios empezó a registrar crecimientos positivos pero bajos desde el segundo trimestre del año 2000, pero desde el último trimestre del año pasado la tendencia se invirtió creciendo a tasas cada vez menores. Al interior de este rubro, los servicios de intermediación financiera que presentan crecimientos negativos desde el último trimestre del año 1997, sólo hasta el segundo trimestre del 2001 empezaron a registrar tasas positivas aunque muy bajas.

Por otra parte, hubo una contribución negativa de los servicios del gobierno, debido al ajuste fiscal encajinado por el Gobierno este año bajo el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional. En efecto, junto con los subsectores de esparcimiento y servicios domésticos, los servicios del gobierno mostraron los peores resultados de todo el lustro decreciendo a tasas cercanas al 8%.

### 5. Minería

El comportamiento de la minería estuvo muy ligado a la actividad petrolera pero también a la carbonífera

## Gráfico 16. COMPORTAMIENTO DEL PIB DE SERVICIOS FINANCIEROS Y OTROS (II trimestre de 2001)



Fuente: DANE.

que cada vez adquiere un mayor peso. La tasa de crecimiento del primer trimestre fue de -4,4% y en el segundo y tercer trimestres se observaron tasas positivas de 0,7% y 3,6%, respectivamente (Gráfico 17).

El sector minero fue el que más se contrajo a lo largo del año, una situación que era previsible por cuanto la mayoría de los pozos que hoy están produciendo se encuentran en su fase descendente. Adicionalmente, los atentados contra el oleoducto de Caño-Limón Coveñas alteraron las cifras de producción, y de un estimado de 620 miles de barriles diarios el pronóstico para el año se redujo a 590 mbd (Gráfico 18).

La caída del petróleo fue sin embargo compensada parcialmente por la producción de carbón, y ésta creció durante los últimos cuatro trimestres como resultado a los grandes proyectos del norte del país. Gracias a la evolución reciente de este subsector, su participación en el sector minero ha venido creciendo y hoy es cercana a 20%.

## 6. Agricultura

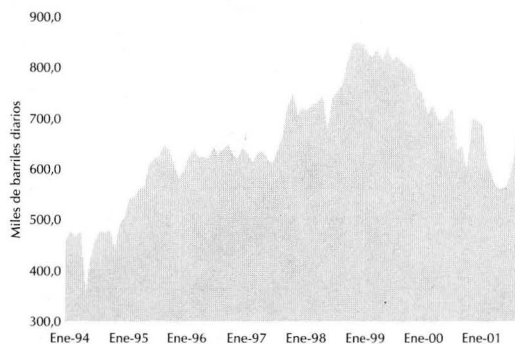
Contrario a otros sectores, el agrícola registra un comportamiento positivo desde el año pasado y hasta el

**Gráfico 17. PRODUCTO INTERNO BRUTO ACTIVIDAD DE EXPLOTACIÓN DE MINAS Y CANTERAS (Crecimiento anual) II trimestre de 2001**



Fuente: DANE.

**Gráfico 18. PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO (Enero 1994 - septiembre 2001)**



Fuente: DANE y Ecopetrol.

primer trimestre de 2001, aunque caídas el segundo y tercer trimestres. Los crecimientos reales para este sector fueron de 3,2% en el primer trimestre, -0,3% para el segundo y -0,3% para el tercero.

La desaceleración reciente se ha originado en buena parte en la menor producción de café, un producto que se ha visto duramente golpeado por los menores precios que se han experimentado en el mercado internacional. Los precios han pasado de cerca de un dólar a finales del año pasado hasta valores mínimos históricos de setenta centavos de dólar por carga de 60kg (Gráfico 19).

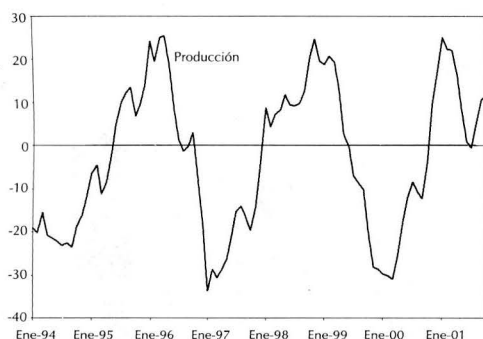
## 7. Proyecciones sectoriales

En el Gráfico 20 se presentan los pronósticos de Fedesarrollo sobre el crecimiento real sectorial para el año completo 2001. Comparando estas proyecciones con las del gobierno (DNP) se observa un mayor optimismo de este último especialmente en sectores como la construcción y la minería.

Se concluye que, salvo la minería, los demás sectores terminaron el año con un crecimiento real positivo, en especial la industria, la agricultura y la construc-



**Gráfico 19. VOLUMEN DE PRODUCCIÓN DE CAFÉ (Crecimiento anual acumulado) Ene 94 - oct 01**



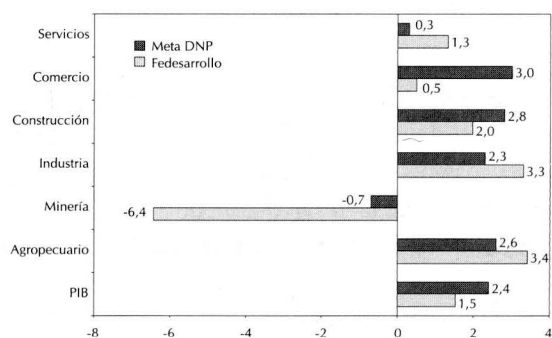
Fuente: Federación Nacional de Cafeteros.

ción, con tasas de 3,3%, 3,4%, 2%, respectivamente. Los servicios y el comercio crecieron a tasas bajas, del orden de 1,3% y 0,5%. La minería, por su parte, presentó una caída de 6,4%.

### C. Comportamiento de la demanda

El comportamiento de las variables que componen la demanda en el país refleja un cambio importante en la composición que no se puede pasar por alto. En contraste con el quinquenio 1990-1995, donde actividades como la inversión, el consumo privado y las exportaciones fueron las variables que lideraron el crecimiento del PIB, en los años posteriores fue el mayor gasto público el que contribuyó al crecimiento, produciendo un claro desplazamiento del sector privado y por lo tanto una contracción fuerte de la inversión que llegó a caer 25% en términos reales en 1999. Esta situación sin embargo ha ido cambiando y ya en el año 2000, a raíz del programa de ajuste de las finanzas públicas del Gobierno, el gasto público se redujo y las actividades privadas, especialmente las exportaciones y el consumo, y en menor medida la inversión, volvieron a retomar importancia dentro del PIB. Esta situación se reprodujo en 2001, cuando la inversión, y en especial las exportaciones, fueron

**Gráfico 20. CRECIMIENTO PORCENTUAL REAL DEL PIB SECTORIAL EN 2001**

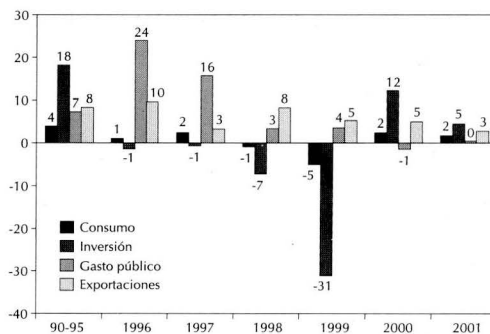


Fuente: DNP, cálculos de Fedesarrollo.

los motores del crecimiento. Esto sugiere que, a pesar de que el crecimiento del año fue bajo, la composición del mismo fue a todas luces más sana generando mejores condiciones para el futuro de la economía que las registradas desde mediados de la década anterior (Gráfico 21).

Sin embargo, en 2001 la debilidad de la demanda fue uno de los principales factores responsables de la desaceleración de la economía. En especial, ésta se originó en un bajo nivel de consumo privado - variable que explica cerca del 63% del PIB- más que

**Gráfico 21. COMPORTAMIENTO DE LAS VARIABLES DE LA DEMANDA**



Fuente: DANE, DNP y cálculos de Fedesarrollo.

de la inversión privada, aun cuando la recuperación de esta última variable ha sido extremadamente lenta.

Aprovechando la estabilidad de la tasa de cambio, los *spreads* favorables de la deuda externa colombiana y los buenos resultados de la inflación que permitieron revisar la proyección de esta variable a 7,3% a final de año (inferior a la proyección de 8,0% realizada anteriormente por el Emisor), el Banco de la República hizo esfuerzos por reducir las tasas de interés de intervención en varias oportunidades (en los meses de septiembre y noviembre). Esto con el fin de darle un impulso a la recuperación económica, de incentivar el consumo de los hogares y de estimular la inversión privada. Sin embargo, estas medidas no tuvieron los efectos deseados y las variables de demanda siguieron mostrando un comportamiento desalentador.

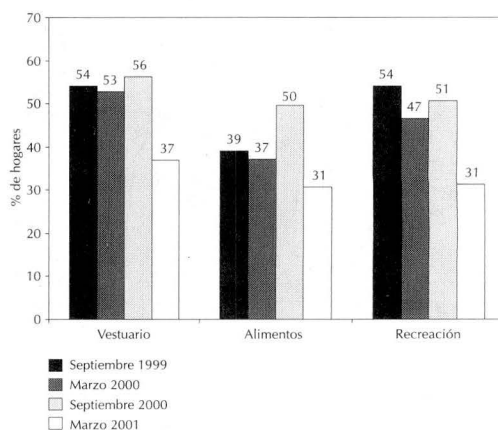
## 1. Consumo

El crecimiento real del consumo total de 1,1% durante el segundo trimestre del año y las diferentes encuestas realizadas por Fedesarrollo tanto al sector real como a los hogares que arrojan información hasta el mes de junio, pusieron en evidencia el bajo nivel de consumo en el país. Para los empresarios las ventas han sido poco dinámicas, y para los comerciantes la falta de demanda sigue siendo uno de sus principales problemas. Adicionalmente, un porcentaje elevado de hogares continuó reduciendo el consumo de bienes básicos, alimentos y vestuario (Gráfico 22).

Las razones detrás del bajo consumo son variadas, pero el desempleo, las bajas perspectivas de ingreso, la mala situación de los hogares y el temor al endeudamiento están en el centro del problema.

En primer lugar, una tasa de desempleo que en septiembre se ubicó en 17,8% en las trece principales

**Gráfico 22. PORCENTAJE DE HOGARES QUE DISMINUYÓ SU CONSUMO DURANTE LOS ÚLTIMOS SEIS MESES**

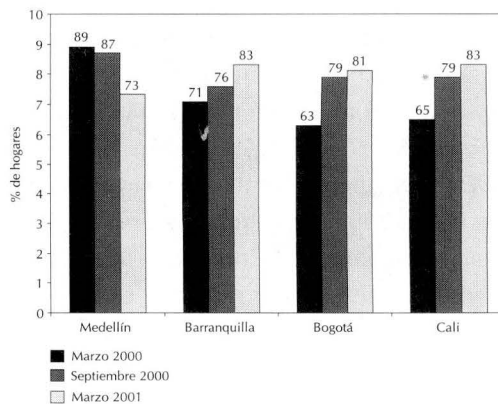


Fuente: Encuesta Social de Fedesarrollo, Etapa III, cuatro ciudades.

ciudades, puso en evidencia que un número importante de personas no recibe ingresos, y además justifica el temor de aquellos que están empleados de perder su puesto, una de las razones principales para no consumir (Gráfico 23).

En segundo lugar, ha persistido una mala situación económica en los hogares, de acuerdo con los resul-

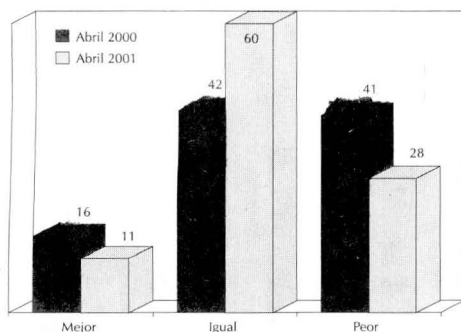
**Gráfico 23. PORCENTAJE DE HOGARES QUE NO CONSUMEN POR TEMOR AL DESEMPLEO**



Fuente: Encuesta Social de Fedesarrollo, Etapas II y III.

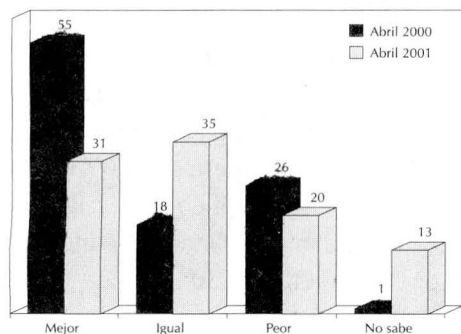
tados de la encuesta social de Fedesarrollo. A pesar de que en abril de 2001 ésta mejoró ligeramente frente al mismo mes del año pasado, aún había un 28% de los hogares encuestados que consideraba que estaba peor que hace seis meses, y un 60% que estaba igual. Sólo un 11% consideró que su situación mejoró (Gráfico 24). A esto se sumaron las peores expectativas sobre la situación futura, ya que 20% de los hogares encuestados en abril de 2001 consideró que en los siguientes seis meses la situación económica de su hogar estaría peor que en ese mes, 35% igual y apenas 31% mejor (Gráfico 25).

**Gráfico 24. SITUACIÓN ECONÓMICA DE LOS HOGARES (porcentaje de respuestas)**



Fuente: Encuesta Social de Fedesarrollo.

**Gráfico 25. EXPECTATIVAS DE LOS HOGARES FRENTE A LA SITUACIÓN ECONÓMICA DE LOS PRÓXIMOS SEIS MESES (porcentaje de respuestas)**



Fuente: Encuesta Social de Fedesarrollo.

En tercer lugar, el ingreso disponible para consumo se vio alterado por las mayores tarifas de la mayoría de los servicios públicos. De acuerdo con datos oficiales (DNP), la participación del gasto en energía eléctrica, teléfono, acueducto y alcantarillado en el ingreso medio familiar ha aumentado considerablemente en los últimos años. Adicionalmente, en la encuesta social a los hogares del mes de abril, se pudo confirmar que los hogares percibían como el principal problema en cuanto a la prestación de los servicios públicos el aumento exagerado de su costo, respuesta que es casi homogénea en todos los estratos. Esto lo percibió el 90% de los hogares en el caso de la energía eléctrica, el 72% en el caso del costo del servicio telefónico, y en promedio el 70% para el gas domiciliario.

En cuarto lugar, la reforma tributaria aprobada en 2000 y que empezó a operar en enero de 2001, también fue un factor que redujo el ingreso disponible de los colombianos. En especial, estas reforma se basó en un aumento del IVA, el un incremento del impuesto a las transacciones financieras tres por mil y en un aumento del impuesto a la renta. Las cifras fiscales demuestran claramente esta situación, pues los ingresos tributarios pasaron de representar 10,6% del PIB en 1999, 11,5% en 2000, y se estima que alcanzaron un 13,2% en 2001. Esta última cifra no deja de sorprender pues el aumento de los impuestos este año se dio a pesar de la fuerte desaceleración de la economía.

Finalmente, otro factor que mostró la debilidad en el consumo de los agentes en el corto plazo fue la intención que manifestaron de no querer adquirir nuevos compromisos con el sector financiero. La encuesta de Fedesarrollo a los hogares mostró, en el mes de abril, que cerca del 80% de los hogares, incluyendo todos los estratos, no solicitó crédito en los seis meses anteriores, porcentajes incluso superiores a los registrados en la misma encuesta en

septiembre de 2000. Manifestaron a la vez, que no tenían planes de pedir créditos en el futuro, especialmente al sector financiero (Gráfico 26).

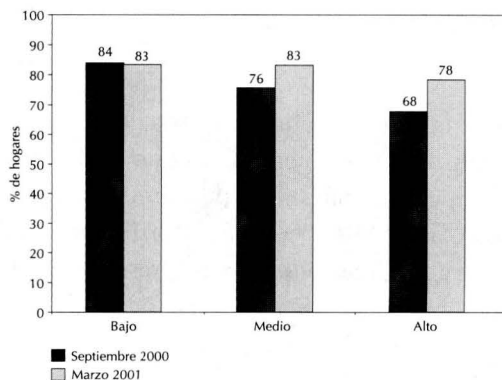
## 2. Inversión

A lo largo de 2001, la inversión reaccionó más favorablemente que el consumo. Durante el segundo trimestre esta variable creció 13,8% en términos reales, principalmente por el mayor dinamismo de la inversión privada, pues la pública siguió cayendo (Gráfico 27).

Esta tendencia al crecimiento de la inversión se mantuvo en el segundo semestre del año. Según una encuesta de Fedesarrollo realizada en el mes de julio, un 46% de los empresarios encuestados confirmó que planeaba realizar inversiones en los dos trimestres siguientes, especialmente en el caso de las grandes empresas donde este porcentaje fue de 60% (Gráfico 28).

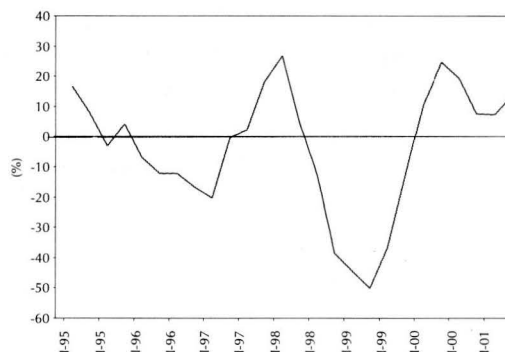
Lo que sorprende es que esta mayor inversión se realizó a pesar de las restricciones crediticias que aún existen en el país. Dicho en otros términos, las

**Gráfico 26. PORCENTAJE DE HOGARES QUE NO SOLICITARÁN CRÉDITO EN LOS PRÓXIMOS SEIS MESES**



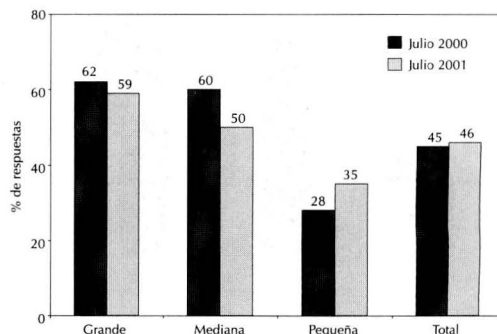
Fuente: Encuesta Social de Fedesarrollo.

**Gráfico 27. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL EN EL TERRITORIO NACIONAL (Crecimiento anual) II trimestre de 2001**



Fuente: DANE.

**Gráfico 28. EXPECTATIVAS DE INVERSIÓN PARA EL PRÓXIMO SEMESTRE (Tamaño de empresas)**

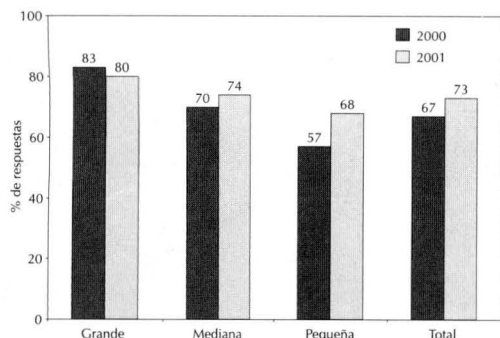


Fuente: Encuesta de Crédito, Fedesarrollo.

decisiones de invertir se han vuelto cada vez menos dependientes del crédito del sector financiero. De acuerdo con una encuesta sobre crédito realizada a los empresarios en el mes de julio, la falta de crédito había limitado poco o nada las inversiones, y así lo afirmó el 73% de los encuestados, 80% en el caso de las grandes empresas (Gráfico 29). En igual sentido, para los comerciantes la falta de crédito disminuyó como problema (Gráfico 30).

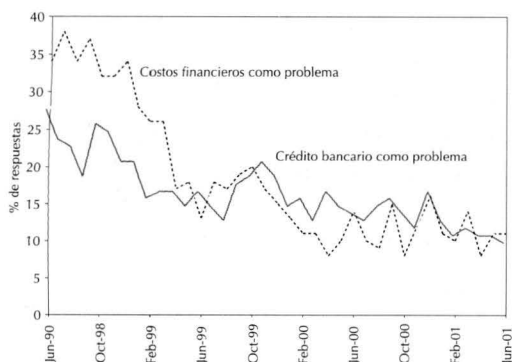
Esta percepción se justifica en dos hechos: por una parte, los empresarios quieren reducir su nivel de

## Gráfico 29. LA FALTA DE CRÉDITO LIMITA POCO O NADA LA INVERSIÓN (Tamaño de empresas)



Fuente: Encuesta de Crédito, Fedesarrollo.

## Gráfico 30. EFECTO DEL CRÉDITO Y LOS COSTOS FINANCIEROS COMO PROBLEMA EN LA ACTIVIDAD COMERCIAL



Fuente: Encuesta de Crédito, Fedesarrollo.

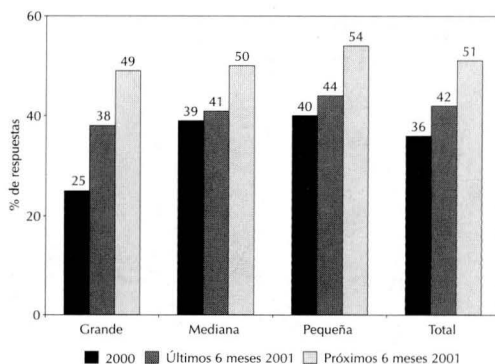
deuda (estrategia que según buena parte de ellos durará más de dos años); y por otra parte, tienen otras fuentes de financiación (Gráfico 31). Estas últimas son, en particular, crédito de proveedores (domésticos en su mayoría), crédito que no proviene del sistema financiero, y recursos propios (reinversión de utilidades y capital) (Gráfico 32).

En cualquier caso, el crédito se ha convertido en un menor obstáculo para la inversión si se tiene en cuenta que su ritmo de caída es cada vez menor,

especialmente en relación con el crédito otorgado por los bancos privados (Gráfico 33). El crédito de todo tipo se ha recuperado, pero con mayor fuerza el de consumo y el hipotecario (Gráfico 34). El alto costo del crédito sigue sin embargo planteando un interrogante sobre la facilidad para el sector real de obtener recursos de crédito del sector financiero.

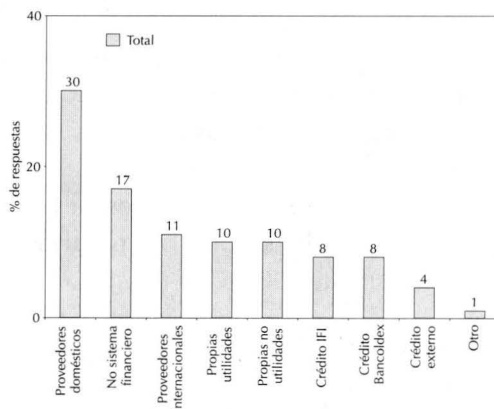
Finalmente, y a pesar del crecimiento real positivo de la inversión, la incertidumbre siguió siendo un factor que limita y demora los planes de inversión,

## Gráfico 31. EMPRESARIOS QUE NO HAN SOLICITADO NI SOLICITARÁN CRÉDITO



Fuente: Encuesta de Crédito, Fedesarrollo.

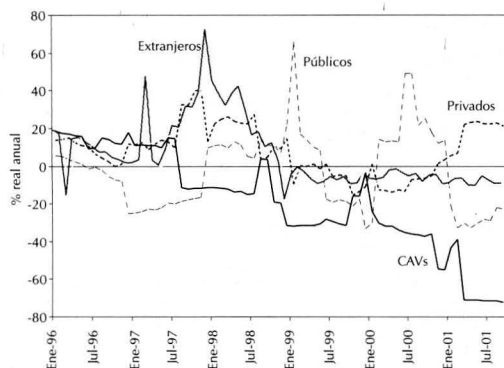
## Gráfico 32. FUENTES DE FINANCIAMIENTO



Fuente: Encuesta de Crédito, Fedesarrollo.

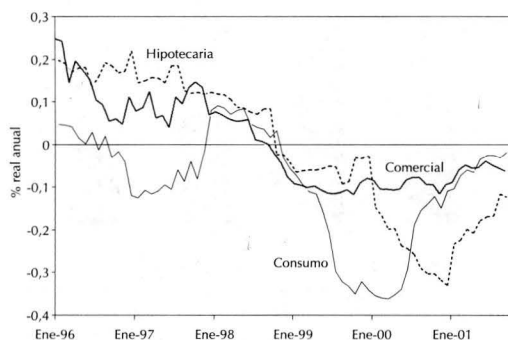


**Gráfico 33. CRECIMIENTO REAL DE LA CARTERA NETA POR ENTIDAD (Septiembre 2001)**



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos de Fedesarrollo.

**Gráfico 34. CRECIMIENTO REAL DE LA CARTERA NETA POR TIPO DE CARTERA (Septiembre 2001)**



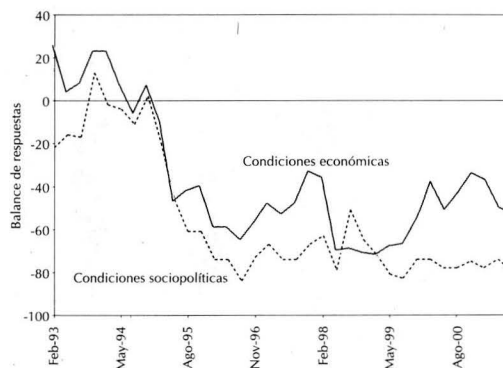
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos de Fedesarrollo.

en especial aquella que recae sobre el futuro económico y socio-político del país. Según los empresarios, las condiciones socio-políticas y económicas para la inversión son desfavorables, y en especial las económicas se deterioraron en los últimos meses, después de haberse percibido como más positivas en el segundo semestre de 2000 (Gráfico 35).

### 3. Exportaciones

Las exportaciones jalaron el crecimiento de la economía a lo largo del año. Las ventas tradicionales

**Gráfico 35. CONDICIONES PARA LA INVERSIÓN INDUSTRIAL (Febrero 1993 - agosto 2001)**



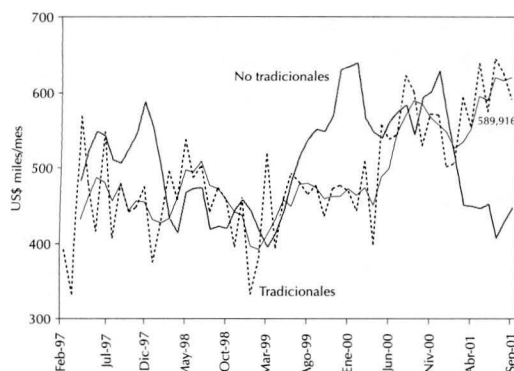
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

cayeron en forma importante, pero las no tradicionales compensaron esta contracción. Los exportadores adoptaron la estrategia de reorientar sus ventas hacia los países andinos aprovechando las ventajas cambiarias relativas, especialmente hacia Ecuador y Venezuela, y hasta septiembre habían logrado mantener sus ventas hacia Estados Unidos.

Las exportaciones no tradicionales se mantuvieron relativamente dinámicas con un crecimiento de 11,5% en enero-septiembre, las cuales compensaron en parte la caída de 18% de las tradicionales (Gráfico 36). Incluso, las exportaciones industriales aumentaron 15% en dicho período, promoviendo de esta forma el crecimiento de la industria. En su mayoría, las exportaciones se dirigieron hacia los países andinos, con aumentos de 34% hacia Venezuela y 61% hacia Ecuador en enero-septiembre (Gráfico 37). No obstante, ya en este último mes, se observó una desaceleración en el crecimiento de las ventas no tradicionales hacia Estados Unidos, las cuales aumentaron sólo 2,5% (Gráfico 38).

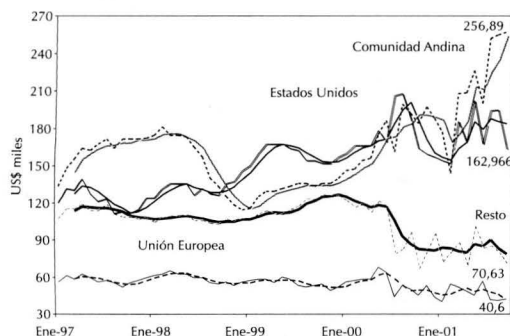
Los factores que estuvieron detrás del buen desempeño de las ventas no tradicionales fueron una tasa de cambio real favorable que logró mantener la

**Gráfico 36. COMPORTAMIENTO DE LAS EXPORTACIONES COLOMBIANAS**



Fuente: DANE y cálculos de Fedesarrollo.

**Gráfico 37. EXPORTACIONES NO TRADICIONALES COLOMBIANAS POR MERCADO**

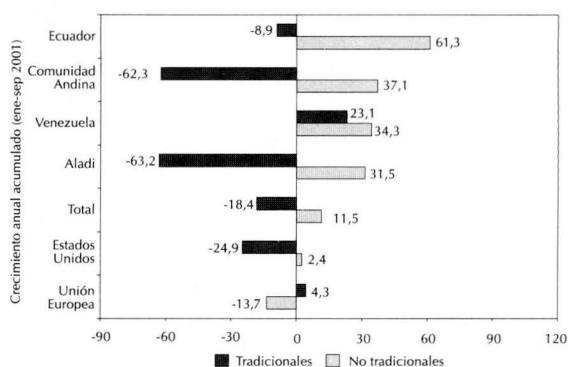


Fuente: DANE y cálculos de Fedesarrollo.

competitividad del país, y hasta el mes de septiembre una respuesta aún positiva de la demanda mundial y de los principales socios comerciales de Colombia. Es evidente que, en los últimos meses del año, esta situación se vio alterada por el decaimiento de estas economías, especialmente de Estados Unidos y de Venezuela.

En contraste, los factores afectaron las ventas de productos tradicionales estuvieron relacionados con una menor producción doméstica (especialmente

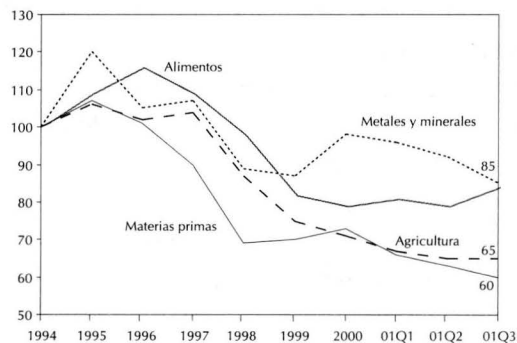
**Gráfico 38. CRECIMIENTO PORCENTUAL DE LAS EXPORTACIONES COLOMBIANAS**



Fuente: DANE.

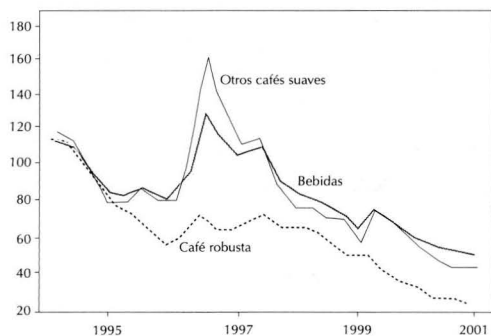
de petróleo y en menor medida de carbón), y con un deterioro de los términos de intercambio (Gráfico 39). En cuanto a estos últimos, hasta el mes de septiembre se observó una tendencia decreciente, aunque no a un ritmo muy intenso, en especial como resultado del continuo deterioro de los precios del café (Gráfico 40). Por su parte, los precios del petróleo se ubicaron hasta septiembre en promedio en 27 dólares por barril, superior en casi cuatro dólares a las expectativas que se tenían para el año (Gráfico 41).

**Gráfico 39. TÉRMINOS DE INTERCAMBIO DE LAS EXPORTACIONES COLOMBIANAS**



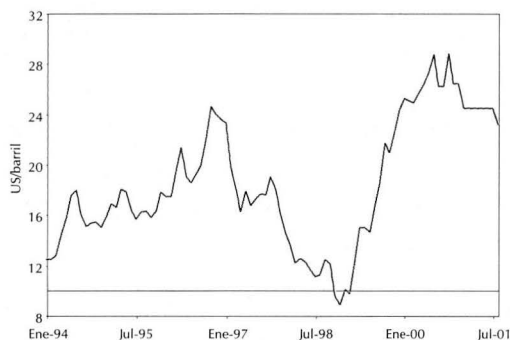
Fuente: Naciones Unidas, Proyecto LINK, 2001.

#### Gráfico 40. PRECIOS EXTERNOS DEL CAFÉ



Fuente: IMF World Economic Outlook, 2001.

#### Gráfico 41. PRECIO EXTERNO DEL PETRÓLEO (Dólares/barril) Enero 1994 - agosto 2001



Fuente: Ecopetrol.

#### 4. Importaciones

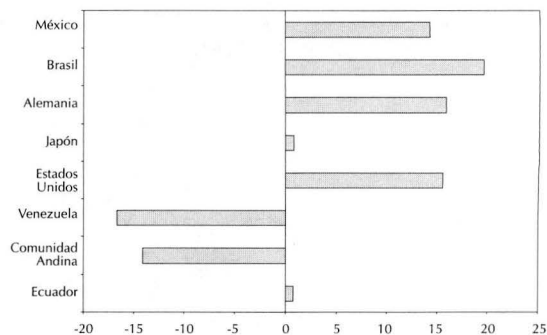
Las compras del exterior crecieron a tasas elevadas durante el año, 14,4% en enero-septiembre frente al mismo período del año anterior. Sin embargo, aunque esto parecería inconsistente con el bajo dinamismo de la demanda interna, no lo es, por cuanto las importaciones que más aumentaron fueron las de bienes de capital, donde una proporción significativa correspondió a la compra de material de guerra de uso militar. Otra parte, sin embargo, correspondió a la compra de maquinaria y equipo, presumiblemente para reposición del capital. Adicionalmente, dentro

de las importaciones de bienes de consumo, el rubro que más creció fue el de armas y equipo militar con un aumento de 92% en enero-septiembre (Cuadro 2). A lo largo del año, las compras provinieron principalmente de Estados Unidos, Venezuela, la Comunidad Europea (Gráfico 42).

#### 5. Proyecciones DNP Fedesarrollo

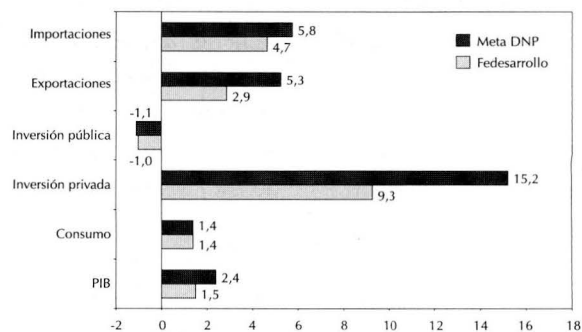
Los estimativos sobre las variables de demanda para el total del año 2001 se presentan en el Gráfico 43.

#### Gráfico 42. IMPORTACIONES COLOMBIANAS POR PAÍSES DE ORIGEN (Crecimiento porcentual anual acumulado) Enero - septiembre 2001



Fuente: DANE, DIAN.

#### Gráfico 43. CRECIMIENTO PORCENTUAL REAL DEL PIB DE LAS VARIABLES DE LA DEMANDA EN 2001



Fuente: DNP, cálculos de Fedesarrollo.

**Cuadro 2. IMPORTACIONES REALIZADAS SEGÚN CLASIFICACIÓN CUODE**  
(Miles de dólares CIF y tasas de crecimiento)

	Enero - septiembre		Variación %
	2000	2001	01/00
<b>Bienes de consumo</b>	1.583.994	1.859.399	17,4
No duraderos	1.035.092	1.168.305	12,9
Alimentos	364.311	405.599	11,3
Bebidas	15.806	27.262	72,5
Otros no duraderos	266.578	288.794	8,3
Duraderos	548.902	691.094	25,9
Utensilios domésticos	27.882	35.310	26,6
Objetos de adorno personal	81.728	96.055	17,5
Maquinaria y aparatos de uso doméstico	148.235	202.757	36,8
Vehículos de transporte particular	220.643	272.326	23,4
Armas y equipo militar	15.873	30.452	91,8
<b>Materias primas y productos intermedios</b>	4.440.237	4.425.755	-0,3
Materias primas para la agricultura	379.976	380.868	0,2
Materias primas para la industria	3.852.572	3.895.238	1,1
<b>Bienes de capital</b>	2.476.512	3.356.217	35,5
Bienes de capital para la agricultura	16.423	28.567	74,0
Bienes de capital para la industria	1.608.265	1.978.256	23,0
Equipo de transporte	732.290	1.207.152	64,8
<b>Total</b>	8.555.798	9.716.070	13,6

Fuente: Dane.

Se observa un liderazgo de las actividades privadas (inversión, consumo exportaciones e importaciones) frente a una reducción de las públicas, lo cual se explica por el ajuste fiscal, el cual a la vez propició un mayor espacio para la operación del sector privado. A pesar de las tasas de crecimiento positivas, la dinámica general del PIB fue mediocre, debido al bajo crecimiento del consumo total de 1,4% en términos reales, una variable que explica cerca del 80% del producto. Por su parte, se estima que la inversión creció 4,5%, correspondiendo esencialmente a la privada (9,3%) pues la pública registró una caída de 1%. Se observa que los pronósticos del gobierno son más optimistas que los de Fedesarrollo, en especial en cuanto a la inversión y al consumo privados.

## D. Balanza de pagos

### 1. Cuenta corriente

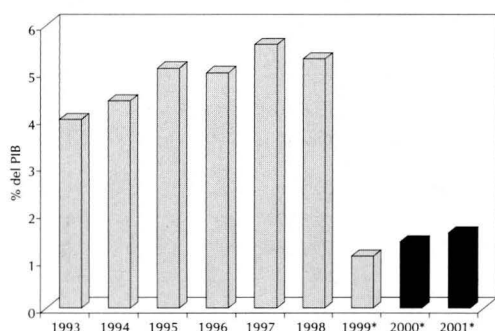
El balance en la cuenta corriente en 2001 presentó un decaimiento considerable al pasar un superávit de US\$40,8 millones a un déficit de \$2,300 millones. Esto representó una fuerte contracción en el año, y se explica por la caída de US\$911,1 millones de las exportaciones de bienes.

Los productos que influyeron negativamente en el nuevo balance de la cuenta corriente fueron principalmente el café y el petróleo, los cuales representan cerca del 40% del total general exportado. Sin em-

bargo, las exportaciones tradicionales (que registraron \$5,257 millones de dólares) contrarrestaron parcialmente el efecto negativo de las exportaciones de bienes tradicionales. Por su parte, la venta de servicios en el exterior cayó 0,3%.

Lo anterior, sumado a un comportamiento positivo de las importaciones, las cuales crecieron 9% frente al año anterior, explicó un déficit de la cuenta corriente de 2,8% del PIB (Gráfico 44).

**Gráfico 44. DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE**



Fuente: Banco de la República, Fedesarrollo.

## 2. Cuenta de capitales

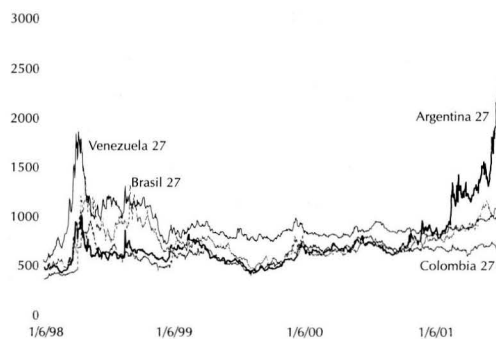
La cuenta de capitales y financiera presentó un balance positivo por US\$3,067 millones, superior en un 172,2% a aquel registrado en 2000.

El superávit en la cuenta de capitales se explica en buena parte por los flujos financieros de largo plazo que ascendieron a US\$4.191 millones, frente a un saldo de US\$2.112 millones observado el año pasado. La discriminación de estos flujos correspondió a activos por US\$305,9 millones de dólares de inversión Colombiana en el exterior y a pasivos por US\$4.496 millones. Estos últimos se debieron al saldo importante de la inversión extranjera directa y de cartera, que precisamente contabiliza los bonos emitidos por el país en el exterior (Cuadro 3).

El comportamiento de la cuenta de capitales fue una prueba de que en el país a lo largo del año no se manifestó el llamado efecto de contagio propiciado por la crisis por la que atraviesan algunas de las naciones del Cono Sur. Por el contrario, Colombia disfruta de una cierta confianza de los inversionistas internacionales que se reflejó en un nivel de *spread* de la deuda soberana relativamente bajo y estable a lo largo del año. El *spread* colombiano es todavía superior al de México, pero es superado con creces por el de países como Argentina, Venezuela y Brasil. Incluso, el aumento generalizado en los *spreads* de la deuda después del 11 de septiembre fue más moderado en el caso de Colombia que en otros países de la región (Gráfico 45).

Adicionalmente, la estructura de financiamiento del país en 2001 fue una de las más exitosas de la región. El gobierno de Colombia completó su meta de emisión de deuda externa de todo el año 2001, e incluso prefinanció, hasta el mes de noviembre, el 68% de su meta de emisión externa de US\$2.200 millones del 2002. En cuanto al 2001, a diferencia de años previos, el Plan Financiero no incluyó privatizaciones dada su baja factibilidad, y en cambio el país logró

**Gráfico 45. COMPORTAMIENTO DE LOS SPREADS REGIONALES\* (% del PIB)**



\* Bonos de largo plazo: Argentina, Brasil, México y Colombia: vencimiento en el 2007; Venezuela: vencimiento en el 2006.  
Fuente: Anif, cálculos de Fedesarrollo.

**Cuadro 3. BALANZA DE PAGOS DE COLOMBIA**  
(US\$ millones y %)

	2000 preliminar	Proyección 2001 proyectado	Proyección 2002 proyectado	Variación anual (%) 2001
<b>Cuenta corriente</b>	<b>40,8</b>	<b>-2.300,2</b>	<b>-2.355,9</b>	<b>-5.733,5</b>
Bienes y servicios no factoriales	1.268,0	-941,3	-767,4	-174,2
Bienes <sup>1</sup>	2.542,9	288,3	531,2	-88,7
Exportaciones	13.619,9	12.708,8	13.605,8	-6,7
Importaciones	11.076,9	12.420,4	13.074,5	12,1
Servicios no factoriales	-1.274,9	-1.229,7	-1.298,7	-3,6
Exportaciones	2.018,1	2.011,6	2.054,6	-0,3
Importaciones	3.293,1	3.241,3	3.353,3	-1,6
Renta de los factores	-2.479,3	-3.108,3	-3.471,0	25,4
Ingresos	849,6	786,5	703,6	-7,4
Egresos	3.328,9	3.894,8	4.174,7	17,0
Transferencias	1.252,1	1.749,4	1.882,5	39,7
Ingresos	1.441,0	1.938,3	2.078,9	34,5
Egresos	188,9	189,0	196,3	0,0
<b>Cuenta de capital y financiera</b>	<b>1.126,9</b>	<b>3.067,4</b>	<b>2.679,4</b>	<b>172,2</b>
Cuenta financiera	1.126,9	3.067,4	2.679,4	172,2
Flujos financieros de largo plazo	2.112,2	4.191,0	996,4	98,4
Activos	305,8	305,9	318,3	0,0
Pasivos	2.418,0	4.496,8	1.314,7	86,0
Otros movimientos financieros de largo plazo	0,0	0,0	0,0	-
Flujos financieros de corto plazo	-985,3	-1.123,6	1.683,0	14,0
Activos	1.262,9	1.766,1	-1.175,7	39,8
Pasivos	277,6	642,6	507,3	131,5
Flujos especiales de capital	0,0	0,0	0,0	-
<b>Errores y omisiones netos</b>	<b>-298,1</b>	<b>-117,3</b>	<b>0,0</b>	<b>-60,7</b>
<b>Variación de reservas internacionales brutas<sup>2</sup></b>	<b>869,6</b>	<b>649,9</b>	<b>323,5</b>	<b>-25,3</b>
<b>Saldo de reservas internacionales brutas<sup>2</sup></b>	<b>9.006,1</b>	<b>9.538,7</b>	<b>9.862,1</b>	<b>5,9</b>
<b>Saldo de reservas internacionales netas<sup>2</sup></b>	<b>9.004,1</b>	<b>9.538,7</b>	<b>9.862,1</b>	<b>5,9</b>
<b>Variación de reservas internacionales netas<sup>2</sup></b>	<b>869,0</b>	<b>649,9</b>	<b>323,5</b>	<b>-25,2</b>

<sup>1</sup> Incluye causaciones y valuaciones.

<sup>2</sup> Incluye operaciones especiales de comercio.

Fuente: Banco de la República, cálculos DNP-DEE.

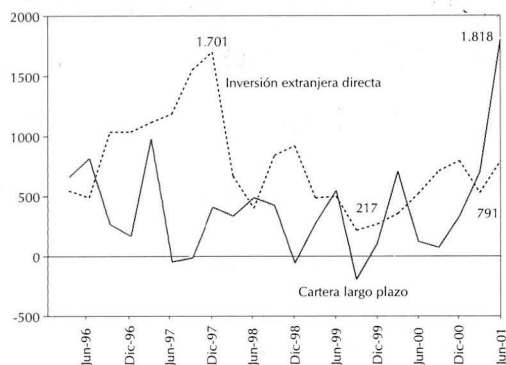
diversificar sus fuentes financieras con emisiones en dólares, yenes, euros, y un bono de garantía con el Banco Mundial. Por otra parte, el canje de la deuda doméstica en junio logró extender el período de vencimiento de bonos por \$5,64 billones que debían pagarse en los siguientes cuatro años. Este fue a todas luces positivo, por cuanto el país redujo la necesidad de acceder a los mercados de capitales en un período de volatilidad electoral como el de 2002 y de turbulencia internacional. Fedesarrollo pronostica

que en 2001 la cuenta de capitales haya terminado con un balance positivo equivalente a 3,1% del PIB.

En el gráfico (Gráfico 46) se observa cómo Colombia ha logrado mantener un flujo creciente de capitales tanto en la inversión extranjera directa como en la cartera de largo plazo. La primera viene creciendo desde finales de 1999 y la cartera de largo plazo desde finales de 2000, con un aumento importante desde marzo de 2001.



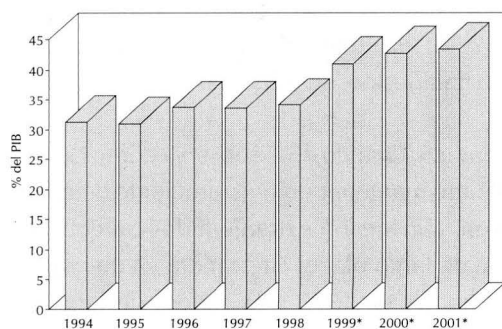
**Gráfico 46. COMPORTAMIENTO DE LOS FLUJOS DE CAPITAL HACIA COLOMBIA (US\$ mil millones)**



Fuente: Banco de la República, Estudios Económicos.

Sin embargo, estas operaciones han implicado un aumento del endeudamiento externo considerable que para este año alcanzará un nivel proyectado de 43,4% del PIB (Gráfico 47). El saldo de la deuda externa de mediano y largo plazo llegó a \$37 billones en junio del presente año, lo que representa un crecimiento real de 26% frente al saldo registrado en junio del año pasado. Un crecimiento muy pronunciado de la deuda externa total puede convertirse en una señal de riesgo para los inversionistas internacionales, además de resultar en un costo mayor para las finanzas públicas y hacer más difícil el ajuste.

**Gráfico 47. DEUDA EXTERNA**

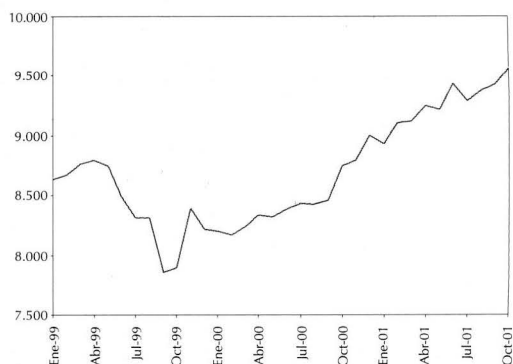


Fuente: Banco de la República, Fedesarrollo.

### 3. Reservas internacionales

Dados los balances en cuentas corriente y de capitales, el comportamiento de las reservas internacionales netas fue creciente, con una pequeña contracción en el segundo trimestre del año 2001, arrojando un saldo de \$9.538,7 millones de dólares al final del año, cifra superior en 5,9% a la registrada en 2000. Dichas reservas representan 8 meses de compras externas colombianas (Gráfico 48).

**Gráfico 48. RESERVAS INTERNACIONALES (US\$ millones)**



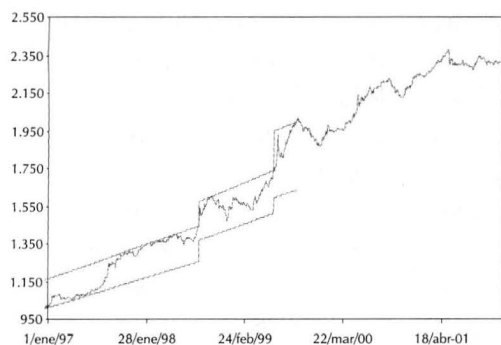
Fuente: Banco de la República, Fedesarrollo.

### 4. Tasa de cambio

El mercado cambiario mantuvo a lo largo del año de una cierta calma, alcanzando una devaluación nominal estimada en 10% en promedio. Las presiones devaluacionistas no fueron fuertes, por cuanto hubo un flujo adecuado de recursos provenientes del exterior, en especial aquellos para la financiación del sector público. A esto contribuyó el comportamiento dinámico de las exportaciones hasta el tercer trimestre, y la salida de capitales estuvo restringida por las menores tasas de interés internacionales (Gráfico 49).

Después de los atentados terroristas del 11 de septiembre en Estados Unidos, la tasa de cambio nominal

**Gráfico 49. DEVALUACIÓN NOMINAL**



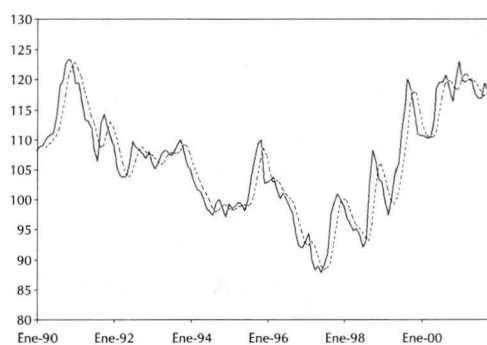
Fuente: Banco de la República, Fedesarrollo.

que venía experimentando fuertes devaluaciones desde mediados de agosto, se estabilizó alrededor de los 2.340 pesos por dólar, y a partir de la tercera semana de septiembre se redujo alcanzando 2.310 pesos al 10 de diciembre del 2001. Esto muestra que la revaluación nominal experimentada al final del año, no respondió sólo la expectativa del mercado en cuanto a la situación de Estados Unidos, sino también a los excedentes de divisas que ingresaron al país para el financiamiento del Gobierno.

Fedesarrollo estima que el año completo terminó con una devaluación promedio de 10,2% nominal, una cifra ligeramente superior a la estimada a comienzos del año, y que corresponde a un valor de 2.327 pesos por dólar.

La tasa de cambio real también se mantuvo alta llegando a un nivel de 118 en el mes de noviembre de 2001, después de alcanzar a su punto más bajo en diciembre de 1999, de acuerdo con la metodología de bienes no tradicionales deflactados por el IPP del Banco de la República. Esta situación fue muy favorable a las exportaciones del país, y fue posible por la baja inflación que se registró a lo largo del año, inferior incluso a las expectativas (Gráfico 50).

**Gráfico 50. ÍNDICE DE TASADE CAMBIO REAL**



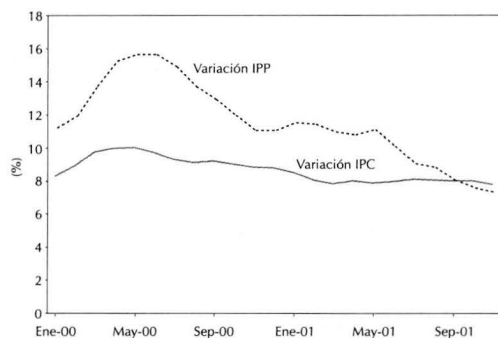
Fuente: Banco de la República, Fedesarrollo.

## 5. Inflación

Una de las variables que mejor se ha comportado en los últimos años en el país es la inflación. La inflación ha venido cayendo en forma continua a la largo de la década, y en particular desde 1998, alcanzando una cifra de un dígito (8,8% en el año 2000). Para este año el Banco de la República estableció una meta de 8%, y se estima que la inflación del IPC pudo ser algo inferior a esta cifra (Gráfico 51).

A lo largo del año, los sectores con presiones inflacionarias más fuertes fueron salud, alimentos, y edu-

**Gráfico 51. ÍNDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR Y AL PRODUCTOR VARIACIÓN ANUAL**



Fuente: Banco de la República, Fedesarrollo.

cación, mientras aquellos con presiones a la baja fueron vivienda y vestuario (Cuadro 4).

Por su parte la inflación básica (descontando alimentos) se redujo 6,8% en noviembre frente al mismo mes del año anterior, mientras la inflación de alimentos aumentó 10,1% (Gráfico 52).

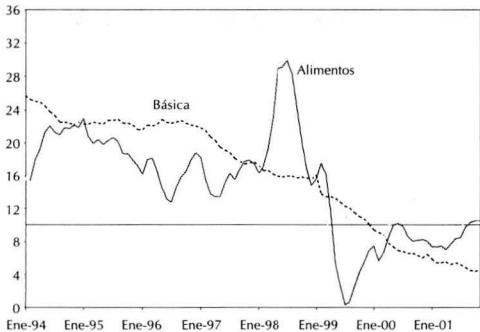
Cuadro 4. INFLACIÓN POR SECTORES (%)

	2000	Año corrido enero - noviembre	
		2000	2001
Total nacional	8,8	8,3	7,3
Alimentos	7,4	7,0	9,8
Vivienda	4,9	4,7	4,2
Vestuario	3,6	3,1	2,4
Salud	10,3	9,9	10,4
Educación	9,4	9,3	10,2
Esparcimiento <sup>1</sup>	11,7	8,7	6,8
Transporte	16,2	15,7	8,5
Otros	15,2	14,1	7,4

<sup>1</sup> En la nueva canasta familiar, el grupo de cultura, diversión y esparcimiento se derivó del antiguo grupo de educación del IPC-60.

Fuente: DANE.

Gráfico 52 INFLACIÓN BÁSICA Y DE ALIMENTOS\*  
(Enero 1994 - noviembre 2001)



\* Inflación básica: excluyendo alimentos, servicios de transporte y comunicaciones, combustibles y servicio y gasolina para carro.  
Fuente: DANE y cálculos de Fedesarrollo.

El índice de precios al productor IPP también se redujo, pero en forma menos marcada que el IPC hasta el mes de noviembre. Esta situación es contraria a lo que observó a lo largo de la década, y sugiere que los industriales y comerciantes asumieron mayores costos (en parte derivados de los mayores precios de los productos importados) que no fueron trasladados al precio final. Esto ocurrió por la debilidad de la demanda doméstica y resultó en un menor margen de utilidad para estas actividades del sector real. Sin embargo, en los meses recientes la brecha entre los dos precios es casi inexistente.

En efecto, la menor inflación que se viene registrando en los últimos años es una consecuencia de la recesión de 1999 y crecimiento bajo de 2000 y 2001, más que el resultado de una política deliberada del Banco Central para reducirla. Sin embargo, las autoridades monetarias han logrado manejar su política monetaria en forma consistente con la meta de inflación que se imponen cada año.

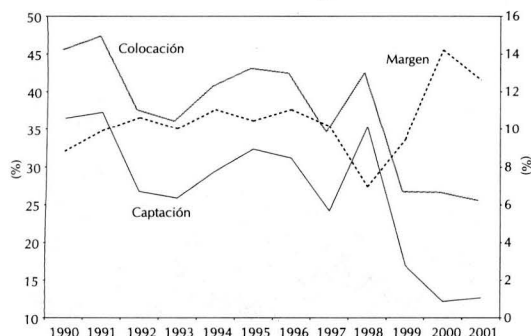
6. Tasas de interés

Las tasas de interés a lo largo del año fueron bajas y estables. La tasa de captación se ubicó al mes de noviembre en 11,5%. Esta situación fue el resultado conjunto de las débiles presiones de demanda de recursos en el mercado financiero y de las intervenciones del Banco de la República de reducir la tasa de intermediación con fines de reactivación (Gráfico 53).

Las tasas reales promedio en el año se ubicaron en niveles de 4,2% para la de captación y 15,4% para la de colocación.

El incremento de las tasas de colocación durante el año fue importante, ubicándose en niveles de 18,2% en el mes de noviembre. Esta tasa incorpora una prima de riesgo alta que las entidades financieras con- ceptúan que deben asumir para cubrirse de los

## Gráfico 53. COMPORTAMIENTO DE LAS TASAS DE INTERÉS



Fuente: Banco de la República.

eventuales riesgos de su cartera comercial y de consumo, teniendo en cuenta el deterioro de las mismas en los tres años anteriores. Vale anotar que la fuerte reducción de esta tasa que se registró desde el mes de mayo se debe al cambio de metodología adoptado por el Banco de la República, pues antes se incorporaban las tasas de los créditos comercial y de consumo, y en adelante se incluyen también la de los títulos de Gobierno (TES) y las de los créditos preferenciales. Dado que no se presentan las tasas desagregadas, no es posible tener hasta el momento una serie consistente en el tiempo.

En consecuencia, el margen de intermediación ha sido extremadamente alto, alcanzando un nivel de 18% a finales del año 2000, y se redujo a 6,7% en el mes de noviembre de 2001, pero en buena parte como consecuencia del mencionado cambio de metodología.

Los pronósticos de Fedesarrollo para el año completo apuntan a estimar valores nominales promedio de 12,7% para la tasa de captación, de 25,3% para la de colocación, y un margen de intermediación de casi 13%. Es importante anotar que este margen es bajo como resultado del cambio de metodología

adoptado por el Banco de la República. Con la metodología vieja, el margen sería de cerca de 16-18%.

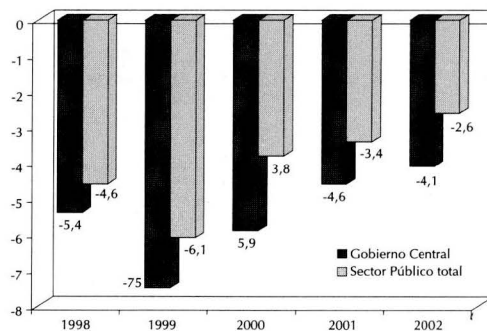
## 7. Situación fiscal

El déficit fiscal de 2001 para el Sector Público no Financiero (SPNF) fue superior a la meta establecida por las autoridades para el año de 2,8% del PIB, y previamente acordada con el FMI. Se estima que el verdadero nivel de déficit para este año alcanzó la suma de \$6,3 billones de pesos equivalentes al 3,4% del PIB. Las autoridades explican la ampliación en el déficit, en primer lugar, a partir de la desaceleración que la economía colombiana sufrió desde finales del año 2000, lo cual tuvo un efecto negativo sobre los ingresos del sector público. En segundo lugar, mencionan la aparición de nuevos gastos especialmente en el sector de la seguridad social.

El déficit del SPNF está compuesto por un déficit en el Gobierno Nacional Central de 4,6% del PIB y de un superávit del sector descentralizado equivalente a 1,2% del PIB (Gráfico 54).

A pesar de que las metas de déficit acordadas con el FMI no se cumplieron, hay que reconocer que el Gobierno Nacional Central (GNC) ha hecho un es-

## Gráfico 54. DÉFICIT DEL SECTOR PÚBLICO (% del PIB)



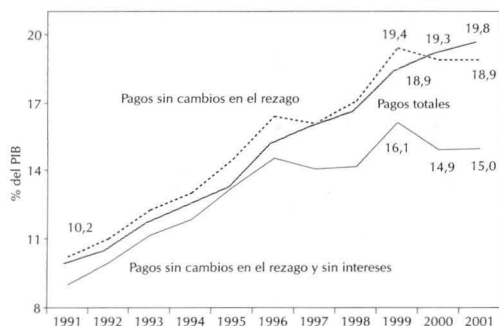
Fuente: Confis.

fuerzo por ajustar sus cuentas. En el Gráfico 55 se muestra cómo, si se descuenta el pago de intereses y parte del rezago presupuestal (deuda pasada) asumido por la actual administración, el gasto del GNC se redujo en cerca de un punto porcentual de PIB. En el mismo Gráfico se presenta el escenario con pago de intereses pero asumiendo el pago del rezago presupuestal y el escenario de gasto total.

El ajuste se ha hecho básicamente en las transferencias a las entidades territoriales atadas a los ingresos del Gobierno, y en gastos de inversión. Mientras tanto, los gastos que crecieron durante el período del actual Gobierno fueron los pagos de intereses y las pensiones (Gráfico 56)

Los mercados externos ya han empezado a reconocer los esfuerzos del sector público por sanear sus finanzas y, desde mediados del año pasado, se viene observando una mayor confianza de los inversionistas internacionales como consecuencia de los progresos importantes que se han hecho en materia legislativa. Esto, en todo caso sin menospreciar el largo camino de reformas que falta por recorrer. Para mejorar las finanzas de las entidades territoriales y resolver parcialmente los problemas relacionados con su deuda,

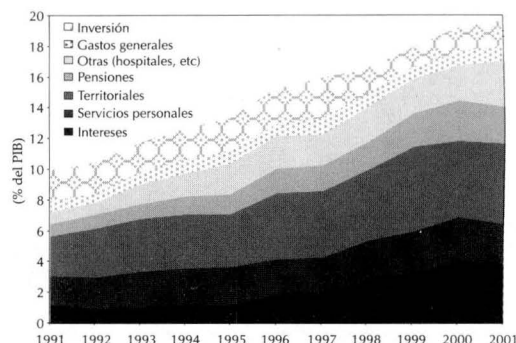
**Gráfico 55. EVOLUCIÓN DEL GASTO PÚBLICO\* (Gobierno central, % del PIB)**



\* Incluye inversión pública.

Fuente: Confis.

**Gráfico 56. EVOLUCIÓN DE DIFERENTES TIPOS DE GASTO DEL GOBIERNO CENTRAL**



Fuente: Confis.

en octubre de 2001 fue implementada la Ley 617. Se aprobaron también la reforma tributaria (Ley 633) en diciembre de 2000, la Ley de juegos de lotería (Ley 643) y la reforma constitucional sobre las transferencias a las entidades territoriales (Acto Legislativo 012) en 2001, y se presentó un presupuesto austero para 2002. A pesar de que faltan algunas reformas cruciales como la pensional, la laboral, la ley de responsabilidad fiscal y la Ley 60, la comunidad internacional ha reconocido el esfuerzo parcial que ha realizado del país. Vale decir que aunque cada reforma independiente no ha sido muy importante, el paquete ha sido considerado como bueno. Adicionalmente, el Gobierno está trabajando activamente en las tres reformas mencionadas que aún hacen falta, las cuales están siendo presentadas al Congreso.

## 8. Desempleo

La discusión de la tasa de desempleo en Colombia va más allá de los datos y se ha convertido en un problema no sólo social, sino además en un obstáculo para la reactivación de la economía, especialmente de la demanda.

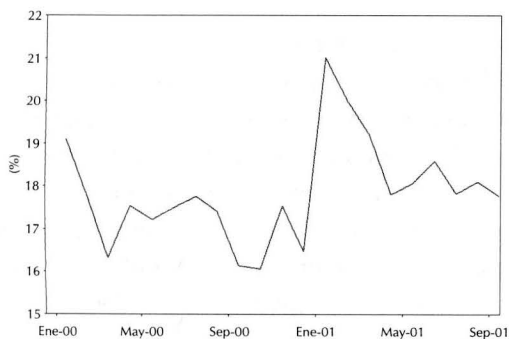
Este flagelo sólo se podrá solucionar cuando se lleven a cabo políticas en varios frentes. En primer

lugar, la flexibilización del mercado laboral, área en la cual no se ha avanzado en este Gobierno, en segundo lugar, una política de choque que busque generar empleo en el corto plazo, y en tercer lugar, crecimiento de la economía.

Los últimos datos indican que aunque en el corto plazo la tasa de desempleo ha disminuido, pasando de una cifra cercana al 21% a comienzos de este año a una tasa de 17,8% en septiembre, la realidad es otra. Si se compara la tasa de desempleo del mes de septiembre del año 2000, cuando la economía todavía mostraba indicadores de reactivación, con la tasa de septiembre del año 2001, se observa cómo el desempleo ha aumentado en cerca de dos puntos porcentuales (Gráfico 57).

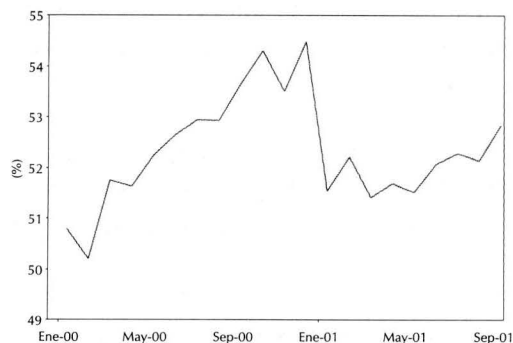
El mayor desempleo en el país es evidente a pesar de la recuperación en el corto plazo de la tasa de ocupación de la economía, definida como población ocupada sobre población en edad de trabajar. Esta tasa viene aumentando desde comienzos del año, llegando incluso a compensar el desplome sufrido por esta variable en el último trimestre del año 2000, aun cuando la diferencia entre los meses de septiembre de este año y el anterior no es significativa (Gráfico 58).

**Gráfico 57.TASA DE DESEMPLEO**



Fuente: DANE.

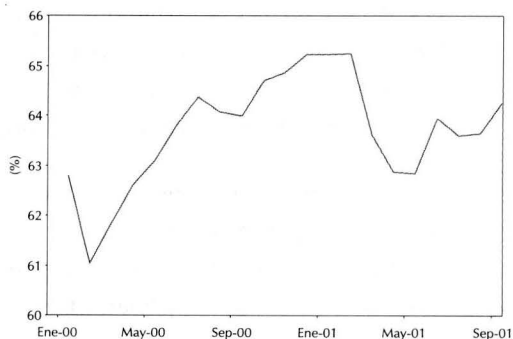
**Gráfico 58.TASA DE OCUPACIÓN**



Fuente: DANE.

Los anteriores datos terminan por señalar a la tasa de participación como la causante del aumento del desempleo entre el tercer trimestre del año pasado al tercer trimestre de 2001. La oferta de mano de obra por parte de la población en edad de trabajar viene aumentando desde el mes de abril de 2001 (Gráfico 59). La explicación de este fenómeno tiene dos matices, el primero de ellos tiene que ver con la desaceleración económica que se inició en el último trimestre del año pasado, y el segundo está relacionado con las expectativas que tienen los agentes de conseguir un puesto de trabajo. Los analistas del mercado laboral le dan sin embargo un peso mayor a la versión que sugiere que la tasa de participación

**Gráfico 59.TASA DE PARTICIPACIÓN**



Fuente: DANE.



creció como resultado de la desaceleración de la economía, más que como consecuencia de expectativas de empleo generadas por algún factor externo al mercado laboral.

En materia laboral, Fedesarrollo estima que el desempleo al final de 2001 se ubicó en 17%, cifra que es consistente con un bajo crecimiento de la economía de 1,5%.

## **II. PRONÓSTICOS DE MEDIANO PLAZO**

### **A. ¿Qué esperar en el 2002?**

Para el próximo año, los pronósticos de crecimiento de 3% que mantenía Fedesarrollo hasta hace unos meses se han revaluado, no sólo por los recientes acontecimientos a nivel internacional, sino por el mediocre desempeño de la economía colombiana durante este año. Si a esto se suma el hecho de que el próximo será un año electoral, los niveles de incertidumbre podrán ser aún mayores con consecuencias negativas sobre el crecimiento de la economía.

De hecho, los pronósticos sobre el crecimiento en 2002 se han ido reduciendo paulatinamente. Según las proyecciones de diferentes analistas nacionales e internacionales, el promedio de crecimiento se redujo a 2,7%, una cifra no muy baja pero con una varianza importante pues las cifras se mueven en un rango entre 3,5% y 1,9%. Es evidente que estas cifras cambiaron después del 11 de septiembre de 2001, pues se considera que los diferentes países van a sufrir de una u otra forma la crisis internacional.

El proceso de deterioro de la economía mundial, y en especial el mayor plazo que se estima que la economía norteamericana permanezca en estado de postración, tendrán sin duda un impacto negativo en el país por las tradicionales vías del comercio, los términos de intercambio y el flujo de capitales ex-

ternos. La incertidumbre sobre el desempeño de la economía norteamericana ha llegado a tal punto que las últimas estimaciones apuntan a un crecimiento de sólo 1% en 2001 y 2002.

El primer hecho contundente es que la economía mundial no va a crecer a las tasas esperadas, y la desaceleración es evidente. Sin excepción, todas las agencias internacionales han reducido sus pronósticos. Según Consensus Forecast, Estados Unidos crecerá apenas 0,8% el próximo año, Asia registrará un crecimiento de 1%, Europa Occidental crecerá 1,5% y América Latina lo hará en 1,7%.

Es evidente que la desaceleración mundial tendrá un efecto negativo en el comercio y así mismo en las exportaciones colombianas, especialmente a través del decaimiento de los principales socios comerciales. De hecho, ha habido un cambio importante en las proyecciones sobre el crecimiento del comercio mundial, y mientras en abril se estimaba que este crecería a una tasa de 5% en 2001 y 7,3% en 2002 (en todo caso muy inferiores al aumento de 13% observado en 2000), en octubre estas cifras se redujeron a 1% y 4%. En términos de volumen, se proyecta una caída fuerte de las exportaciones de todas las regiones, y en particular las de América Latina que pasarán de crecer a una tasa de 12% en 2000 a sólo 1,9% en 2001. El aumento en 2002 tampoco será muy dinámico, y se espera que sea del orden de 3,8%.

En este contexto de desaceleración mundial de la actividad productiva y del comercio, para el caso de Colombia las exportaciones hacia Estados Unidos y Venezuela podrían ser las más duramente afectadas. En Estados Unidos el índice de confianza y el consumo caen en forma abrupta, y en Venezuela el peligro de un deterioro de los precios del petróleo podría afectar las perspectivas de crecimiento de esta economía. Además, la competitividad de Colombia frente al vecino país que se ha ido reduciendo en los

meses recientes, corre hacia el futuro un riesgo aún mayor si se tiene en cuenta que la revaluación real del Bolívar desde enero de 1997 asciende a 55%, la más alta de toda América Latina y a todas luces insostenible en el tiempo. Más bien, es previsible que si la situación de bajos precios del petróleo se presenta, Venezuela podría acudir a políticas devaluacionistas y a controles a las importaciones.

El segundo hecho concreto es que los términos de intercambio pasaron a ser desfavorables, y en los meses recientes han caído en forma importante los precios del petróleo y de bienes agrícolas como el banano, el azúcar y el café. Es incierta la duración de esta situación, pero el impacto negativo de la misma es evidente. En efecto, se estima que los precios de los commodities (sin incluir petróleo) a nivel de los mercados internacionales caigan en 2001 casi 9%, mientras en abril se estimaba una contracción de apenas 0,3%. Incluso, para 2002 las proyecciones se han deteriorado, y en lugar de aumentar 5,4% se espera que sólo lo hagan 1,6%. Por su parte, para los precios del petróleo los pronósticos son altamente inciertos.

El tercer y último hecho está relacionado con lo que suceda con el mercado de capitales. No se puede afirmar con certeza cuál será el efecto contagio sobre el país, pues dependerá de qué tan generalizada sea la reacción de los inversionistas internacionales, de cuánto se profundice la crisis de Argentina y de su interacción con Brasil, y de cómo evolucione la economía mexicana que ha sentido el impacto negativo de su vecino país y que ha empezado a mostrar signos de recesión. Hubo una pérdida de confianza por parte de la comunidad internacional en las economías emergentes después del 11 de septiembre, llevando consigo un aumento de varios puntos básicos en el *spread* de la deuda de todos los países. Sin embargo, las proyecciones internacionales sobre flujos de capital hacia América Latina son

relativamente favorables y se espera un aumento el próximo año de los capitales privados (con una caída muy leve de los públicos), especialmente portafolio y otros (que fundamentalmente se trata de créditos).

Una situación que además podrá favorecer la entrada de capitales a las economías emergentes son las bajas tasas de interés que se estiman para los próximos años para los países desarrollados. De una tasa libor (6 meses) de 4,8%, se bajó el estimativo a 3,6% para 2001, y a sólo 2,8% para 2002 y 3% para 2003. Esta situación se deriva de las políticas que están adoptando las economías desarrolladas para contrarrestar la fuerte desaceleración. Sin embargo, es previsible que la entrada de capitales sea muy selectiva y tenga lugar en los países que presenten las mejores perspectivas y estén ajustados. El caso de Colombia frente a América Latina no es muy crítico, y posiblemente el país sería un candidato para recibir capitales foráneos si mantiene el programa de ajuste y avanzan las reformas aún pendientes.

## **B. Supuestos para el crecimiento 2002-2006**

### **1. Situación de orden público**

El escenario base de proyecciones de mediano plazo para la economía colombiana supone una situación de orden público similar a la que actualmente se vive en el país. Aunque recientemente se han planteado suficientes interrogantes sobre el proceso de paz, Fedesarrollo asume que el Gobierno actual y el entrante prolonguen la zona de distensión con las FARC al menos hasta finalizado el año 2002. Así mismo, se prevé que se efectúen adelantos similares hacia el diálogo con el otro grupo insurgente que actúa en el país, el ELN.

El escenario supone también que la situación institucional colombiana no se va a ver afectada en for-

ma grave ni permanente por las acciones de los grupos armados al margen de la ley más allá de lo que lo ha hecho en los últimos años, e incluso que no habrá consecuencias de corto plazo sobre el conflicto armado colombiano derivadas de los atentados en New York del 11 de septiembre ni de la lucha contra el terrorismo emprendida a nivel mundial desde esa fecha.

En cuanto a las elecciones presidenciales que tendrán lugar en 2002, se considera que el presidente electo adoptará políticas que van en la vía de mantener la relación de cooperación que se han dado entre el gobierno de Colombia y el de Estados Unidos. En el frente del proceso de paz, se asume que el nuevo presidente estará interesado en una solución concertada del conflicto por encima de una confrontación armada.

## **2. Ajuste fiscal**

El escenario base supone que las responsabilidades adquiridas por el gobierno colombiano enmarcadas en el acuerdo con el FMI se cumplirán, lo que implica que se llevarán a cabo las reformas que están pendientes antes de que concluya el período del actual Presidente. De igual forma, se espera que el Gobierno continúe con su plan de ajuste y de austeridad.

Se asume que el ajuste del actual Gobierno no sólo continúa sino que se profundiza con la reforma al régimen de pensiones. Igualmente, se supone que el Gobierno llevará a cabo la ley que reforma la distribución de las transferencias actuales hacia las regiones (ley 60), que en adelante se hará con base en criterios de cobertura de población y calidad. Se supone que esta reforma garantizará un control en las cuentas fiscales de municipios y departamentos, imponiéndoles una restricción presupuestal y evitando

escenarios de déficit inmanejables para el Sector Público Consolidado.

## **3. Economía internacional**

El panorama de la economía internacional asumido para el escenario base de proyección no es alentador y define, dentro de los modelos de proyección, la demanda externa de bienes colombianos, los mercados de *commodities* y las posibilidades de financiamiento externo tanto del sector público como del sector privado.

Se supone un crecimiento promedio de la economía mundial de 2,5% real durante el período proyectado, promedio que está compuesto por tasas bajas cercanas al 1% para los años 2001 y 2002, y tasas crecientes en adelante. Actualmente no existe duda de que la economía mundial entró desde este año en un proceso de desaceleración y que registra crecimientos negativos reales a partir del último trimestre de 2001.

Para Colombia las consecuencias de esta situación internacional ya se están viendo reflejadas y continuarán haciéndolo durante el período de proyección, especialmente sobre los precios de productos importantes para el país como el petróleo y el café. Adicionalmente, se supone que la demanda de exportaciones nacionales por parte de Venezuela sólo empezará a ser un problema a partir de 2003, cuando se prevé una fuerte desaceleración en ese país seguida por una devaluación importante de su moneda. Fedesarrollo considera que incluso antes de 2003 las tasas de crecimiento del vecino país, más débiles que en los años anteriores, no impulsarán forma tan dinámica el crecimiento industrial colombiano como lo han hecho hasta ahora.

En cuanto al mercado de capitales, se asume que, dado que el proceso de ajuste del Gobierno continua,

las necesidades de financiamiento externo por parte del sector público estarán dentro de límites razonables. Por el lado de los agentes privados, se supone que la crisis internacional tampoco afectará de forma crítica el financiamiento externo de las empresas nacionales, ya que los créditos externos por parte de éstas no contribuyen históricamente ni siquiera a un 3% su financiamiento.

#### **4. Empleo**

La posición de Fedesarrollo respecto al tema del desempleo se basa en estudios realizados en la institución desde el año 2000 cuando el desempleo se convirtió en el mayor problema económico del país. El desempleo en Colombia sólo caerá cuando se lleven a cabo diferentes políticas en varios frentes, encaminadas a la flexibilización del mercado laboral y a resolver problemas de tipo social que arrojan a gran parte de la población infantil y adolescente al mercado laboral.

El escenario base de proyección presentado en este documento corresponde a uno planteado en el estudio de Ayala *et. al.* (2001) antes citado, en el cual se supone que se llevan a cabo diferentes programas en el mediano y largo plazo para combatir el desempleo.

Los programas y políticas sugeridas que podrían hacer al país alcanzar las metas de empleo consistentes en crear 650 mil empleos anuales durante los próximos 6 años, que para este documento se consideran contingencias positivas hacia un menor desempleo, son, en primer lugar, crecimiento económico mediante una combinación de política económica adecuada, reformas estructurales y paz. Con esto, el crecimiento presentado en el escenario base solucionaría algo menos de la mitad del problema de desempleo del país.

Además, sería necesario poner en acción planes de emergencia como la capacitación de jóvenes pobres desempleados con el objeto de sacarlos de la fuerza laboral, subsidios condicionados (Familias en Acción para la retención de jóvenes en las escuelas secundarias lo que generaría un efecto indirecto significativo por cuenta de la expansión a la demanda derivada de la transferencia de recursos hacia las familias) y por último el programa Manos a la Obra -Empleo en Acción- desarrollado por la actual administración. Todo lo anterior no hace más que sustentar que será difícil reducir sustancialmente el desempleo en el país en el corto plazo.

#### **5. Tasas de interés e inflación**

El escenario base de proyección supone que Colombia tendrá estabilidad en su moneda, lo cual significa sucesivos decrecimientos en la tasa de inflación hasta llegar a un mínimo de 5% al final del período.

En cuanto a las tasas de interés, la política monetaria colombiana seguirá intentando proveer de suficiente liquidez al mercado interno con el fin de mantener bajas las tasas de interés, y no se asumen presiones adicionales por parte del Gobierno o las Entidades Descentralizadas en el mercado financiero nacional. Al contrario, se supone que el financiamiento del Gobierno cada vez va a influir menos en las tasas de interés a medida que se produce su ajuste.

#### **6. Precios de commodities, producción y exportaciones**

Los supuestos sobre el precio de los commodities más importantes para el país, así como los niveles de producción y de exportación, se presentan en el Cuadro 5.

En este cuadro se observa que la producción de petróleo decrece a lo largo del período como conse-

**Cuadro 5. SUPUESTOS GENERALES UTILIZADOS EN EL EJERCICIO DE EQUILIBRIO GENERAL  
(Proyecciones 2001-2006)**

Variable	Unidad	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Tasa de Cambio</b>							
Devaluación promedio anual	Variación % nominal	10,2	9,0	7,1	6,6	6,4	7,0
Devaluación año completo	Variación % nominal	4,4	7,8	7,4	7,0	6,6	7,2
<b>Precios externos</b>							
Petróleo	US\$/barril	20,0	18,0	18,0	18,0	18,0	18,00
Café	US\$/libra	0,72	0,70	0,70	0,82	0,89	1,00
Carbón	Variación % nominal US\$	1,53	1,51	1,51	1,51	1,51	1,51
<b>Precios domésticos</b>							
Café pergamino	miles \$/carga	303	295	300	330	330	345
Combustibles	Variación %	8,0	7,0	7,0	6,5	6,0	6,0
Alquiler de vivienda	Variación %	8,0	7,0	7,0	6,5	6,0	6,0
Servicios del gobierno y transporte	Variación %	8,0	7,0	7,0	6,5	6,0	6,0
Otros precios controlados	Variación %	8,0	7,0	7,0	6,5	6,0	6,0
<b>Volumenes de producción</b>							
Petróleo total	Miles de barriles promedio día	592	508	437	377	335	300
Café pergamino	Millones de sacos	11,1	11,4	11,5	11,0	10,0	10,0
Carbón	Miles de Toneladas	44,5	47,8	54,0	57,1	61,6	66,3
Refinados	Variación %	2,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
<b>Volumenes de exportacion</b>							
Petróleo	Miles de barriles promedio día	434	296	202	54	10	0
Café elaborado	Millones de sacos	10,0	10,2	10,0	9,0	8,9	9,0
Carbón	Miles de Toneladas	40,0	43,0	48,9	51,8	56,0	60,0

Fuente: Federación Nacional de Cafeteros, UPME, Banco Mundial, cálculos y supuestos de Fedesarrollo.

cuencia del natural agotamiento de los pozos explotados, tendencia similar a la observada para las exportaciones.

En cuanto al café, se supone que la producción se sostendrá alrededor de 11 millones de sacos de 60 Kgs., de los cuales 10 millones aproximadamente se irán a exportaciones a lo largo del período.

En cuanto a productos transables tradicionales la buena noticia se encuentra en el carbón. La producción de este mineral crecerá a lo largo del período, conforme a las inversiones que se están haciendo en exploración, mejoramiento y adecuación en este sector.

En cuanto a las cotizaciones internacionales, existe una gran incertidumbre sobre el precio del crudo. Desde antes de los atentados terroristas el precio del petróleo venía cayendo como consecuencia de una sobreoferta del producto, sumado a una evidente desaceleración de la economía de los Estados Unidos, el principal demandante. Como consecuencia de lo anterior, se asumió un precio de 20 dólares por barril en el año 2001 y 18 para el resto de años de proyección.

En cuanto a los precios del café, la Federación Nacional de Cafeteros supone que el precio del 2001 es en promedio de 72 centavos de dólar la libra. Para el año 2002 se espera que el precio promedio se

ubique en el nivel de 70 centavos, el cual iría aumentando hasta situarse alrededor de un dólar por libra en el año 2006.

El precio interno del café no va a sufrir del todo la crisis de los bajos precios internacionales dado el subsidio de cerca de 30 mil pesos por carga que está otorgando el Gobierno. Se supone un precio de 303 mil pesos por carga en el 2001 y un promedio de 305 mil pesos por carga para el resto del período.

La tendencia del precio del carbón, al igual que su producción nacional, se asumen crecientes. El escenario base supone crecimientos anuales en dólares del precio externo cercanos a 1,5%. Los precios internos de los bienes en general se suponen creciendo con el nivel de precios al consumidor.

C. Crecimiento PIB

En el Cuadro 6. se presentan las proyecciones del crecimiento del PIB real para Colombia en el período 2001 -2006. La metodología para la elaboración de estas proyecciones está basada en los resultados del Modelo de Equilibrio general Computable y en los supuestos presentados en el Cuadro 5. Las proyecciones son consistentes con el escenario base planteado a lo largo del documento para cada una de las variable macroeconómicas.

Fedesarrollo proyecta que desde el año 2002 y en adelante se recuperará la senda de crecimiento es-

table. El crecimiento del PIB estará determinado en el corto plazo por el impulso que la demanda externa, antes de que la demanda interna reaccione como resultado de las reformas y ajustes llevados a cabo.

El promedio del crecimiento proyectado para los próximos seis años se estima en 3,2%, muy inferior al crecimiento de largo plazo de la economía colombiana de 4,5%. Esta diferencia entre el crecimiento promedio esperado y el crecimiento promedio potencial puede deberse a la situación de orden público que ha impedido en las últimas dos décadas el normal desarrollo de la economía colombiana, afectando de manera negativa la productividad de factores e insumos. Sólo se proyectan tasas de crecimiento de la economía superiores al 4% en términos reales hasta mediados del año 2005, lo cual responde esencialmente al hecho de que el desempleo se mantendrá alto por varios años desestimulando con ello la demanda interna.

D. Demanda

La situación de la demanda definirá, en el corto plazo, el crecimiento de la economía colombiana. Desde que se inició la recuperación económica, después de la gran caída de la economía en 1999, la demanda externa fue la que impulsó el crecimiento hasta finales del año 2000 y durante los primeros ocho meses de 2001. Sin embargo, desde finales de 2001 la desaceleración mundial empezó a jugar un papel negativo en el crecimiento.

Cuadro 6. EVOLUCIÓN DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO 2001-2006

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
PIB millones de pesos corrientes	187.614.439	210.788.815	236.765.299	265.683.430	298.190.080	336.295.355
Crecimiento % nominal del PIB	10,6	12,4	12,3	12,2	12,2	12,8
PIB millones de pesos de 1994	75.374.753	77.269.164	79.918.100	82.893.859	86.041.682	89.848.910
Crecimiento % real del PIB	1,5	2,5	3,4	3,7	3,8	4,4

Fuente: Proyecciones de Fedesarrollo.



Aunque se espera que los principales socios comerciales de Colombia mantengan un nivel de crecimiento positivo, hay una alta incertidumbre sobre la evolución de estas economías más allá de 2003. Por esta razón el escenario base supone que a partir de ese año la demanda interna debe estar en capacidad de impulsar el crecimiento real de la economía más que la demanda externa, y esto depende en gran medida de las políticas que se adopten después de la segunda mitad del año 2002 cuando se posesione el nuevo presidente.

El promedio del crecimiento de la demanda interna en el último lustro no alcanzó un nivel de 1% en términos reales, un comportamiento anormal en la economía colombiana. Las proyecciones de Fedesarrollo arrojan un crecimiento promedio de esta variable en el período de proyección cercano a 3,4%. Para el 2002 se proyecta una tasa de crecimiento de 2,1%, y para los años siguientes una leve recuperación de la demanda alcanzando tasas de 3,7%, 3,8% y 4,2% para los años 2003, 2004 y 2005,

respectivamente. Para el fin del período proyectado, el año 2006, se estima una tasa de crecimiento de la demanda interna de 4,8%, cercana a las tasas observadas durante décadas en el país.

## 1. Consumo

Las proyecciones de crecimiento para el consumo agregado, privado y público se presentan en el Cuadro 7.

Estas tasas tienen implícita una participación del consumo privado de 74% en el consumo agregado, lo cual la convierte en la variable más relevante para el análisis de la evolución del consumo. Por su parte, la participación del consumo total en el PIB es de cerca de 87%.

El mayor problema que enfrenta el consumo privado es el desempleo que, acompañado con una gran incertidumbre, ha determinado las bajas tasas de crecimiento de la economía de los dos últimos años.

**Cuadro 7. EVOLUCIÓN DEL CONSUMO 2001-2006**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Consumo millones de pesos corrientes	167.533.404	186.606.396	206.989.565	230.069.909	255.855.901	286.131.141
Crecimiento % nominal del consumo	10,4	11,4	10,9	11,2	11,2	11,8
Consumo millones de pesos de 1994	63.587.390	64.635.067	66.074.419	67.934.530	69.911.115	72.428.560
Crecimiento % real del consumo	1,4	1,6	2,2	2,8	2,9	3,6
Consumo privado mill pesos corrientes	122.017.172	136.210.186	152.806.369	171.451.526	192.155.513	216.275.257
Crecimiento % nominal consumo privado	10,7	11,6	12,2	12,2	12,1	12,6
Consumo privado mil pesos de 1994	47.620.742	48.504.697	50.105.352	51.965.463	53.862.203	56.132.494
Crecimiento % real consumo privado	1,7	1,9	3,3	3,7	3,7	4,2
Consumo público mill pesos corrientes	45.516.232	50.396.210	54.183.196	58.618.383	63.700.388	69.855.884
Crecimiento % nominal consumo público	9,4	10,7	7,5	8,2	8,7	9,7
Consumo público mil pesos de 1994	15.966.648	16.130.370	15.969.067	15.969.067	16.048.912	16.296.065
Crecimiento % real consumo público	0,5	1,0	-1,0	0,0	0,5	1,5

Fuente: Proyecciones de Fedesarrollo.

El problema del desempleo es grave y estructural, y la incertidumbre está ligada al conflicto armado y a la situación de falta de gobernabilidad política que sufre el país desde 1995.

Las proyecciones para el crecimiento real del consumo privado muestran que esta variable no crecerá a tasas superiores al 3% sino hasta mediados del año 2003. A partir de ese año el consumo privado tendrá que crecer a ritmos superiores al 3,5%, cifras consistentes con la reducción gradual del desempleo y con el crecimiento de la economía.

El crecimiento del consumo público estará determinado por la necesidad de ajuste de las cuentas fiscales que tendrán que efectuar el Gobierno Nacional Central y las entidades descentralizadas, y en el cual se basa el acuerdo con el FMI. A pesar de los esfuerzos de los dos años anteriores, el problema del sector público aún no está resuelto y Fedesarrollo considera que en los próximos años el consumo del Gobierno no deberá crecer a tasas superiores a 1% real.

Es necesario señalar que este escenario considera un crecimiento de la economía más sano que en el pasado, en el cual el sector privado participa más activamente que el público.

## 2. Inversión

La evolución de la inversión en el período analizado dependerá básicamente de las condiciones sociales y políticas que se presenten, ya que la incertidumbre ha sido una de las variables fundamentales que en años anteriores ha rodeado las decisiones de inversión de los agentes privados. Las proyecciones de la formación bruta de capital agregado, privado y público, se presentan en el Cuadro 8.

Hacia el futuro no se prevé un deterioro de las condiciones económicas y socio-políticas, lo cual será favorable a la inversión privada. Por otro lado, las condiciones del mercado interno de crédito han mejorado en los últimos dos años, lo cual, junto con el supuesto de tasas de interés estables en los próximos años, también favorecerá la inversión.

**Cuadro 8. EVOLUCIÓN DE LA FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL (FBKF) 2001-2006**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
FBKF millones de pesos corrientes	25.582.374	29.225.742	35.285.469	41.483.094	49.426.138	58.617.759
Crecimiento % nominal del FBKF	13,4	14,2	20,7	17,6	19,1	18,6
FBKF millones de pesos de 1994	11.987.509	12.538.267	13.945.370	15.162.291	16.716.817	18.358.184
Crecimiento % real del FBKF	4,5	4,6	11,2	8,7	10,3	9,8
FBKF privado mill pesos corrientes	11.179.421	13.209.807	17.566.564	22.142.122	28.278.440	35.121.823
Crecimiento % nominal FBKF privado	19,0	18,2	33,0	26,0	27,7	24,2
FBKF privado mill pesos de 1994	5.311.374	5.726.419	7.012.000	8.169.681	9.649.373	11.096.779
Crecimiento % real FBKF privado	9,3	7,8	22,5	16,5	18,1	15,0
FBKF público mill pesos corrientes	13.023.872	14.273.849	15.826.993	17.294.196	18.934.540	21.105.726
Crecimiento % nominal FBKF público	7,8	9,6	10,9	9,3	9,5	11,5
FBKF público mill pesos de 1994	5.786.790	5.786.790	5.908.313	5.967.552	6.042.385	6.236.346
Crecimiento % real FBKF público	-1,0	0,0	2,1	1,0	1,3	3,2

Fuente: Proyecciones de Fedesarrollo.

## E. Exportaciones

La evolución de las exportaciones dependerá en el corto y mediano plazo de la producción de los bienes tradicionales liderados por el petróleo y el café, bienes que mostrarán una contracción en el futuro cercano. Por otro lado, estará ligada a la evolución de los bienes no tradicionales, cuyas exportaciones habían sido jalonadas por el buen desempeño de la economía mundial, una situación que como se dijo ha empezado a ser, y será en el corto plazo, menos favorable.

El resultado de comportamiento de las exportaciones no tradicionales y del debilitamiento de las tradicionales arroja crecimientos reales bajos para las exportaciones totales para el año 2002. Esto se debe a que la situación mundial no permitirá que las ventas de productos tradicionales compensen el declive de las exportaciones tradicionales en su totalidad, incluso asumiendo una tasa de cambio real favorable durante los próximos años. En el Cuadro 9 se presenta la evolución de las exportaciones durante el período de proyección.

Los precios de los principales *commodities* jugarán un papel fundamental en la dinámica exportadora del país. Tal y como se muestra en el Cuadro 5 los precios del café no serán favorables. Las expectativas de los productores están sostenidas en que Vietnam, un país que actualmente está produciendo cerca de 15 millones de sacos anuales, estabilice su produc-

ción alrededor de 12 millones de sacos, y que con esto el precio internacional vuelva a su media promedio histórica de 1 dólar por libra. Según la Federación Nacional de Cafeteros de Colombia, se espera que en un plazo de cuatro a cinco años salgan del mercado productores del grano debido al su bajo precio, y con ello a partir del 2006 la producción de café podrá volver a ser sostenible.

Por el lado de los productos energéticos, el precio del petróleo viene en declive y no se espera, al menos en el corto plazo, que esta tendencia se corrija. Para el carbón el panorama es mejor, y se espera que el precio crezca en una tasa del 1,5% en dólares a lo largo del período.

La evolución del desempeño de los principales socios comerciales de Colombia será de gran importancia para que las cifras proyectadas se cumplan. En cuanto a Venezuela, Fedesarrollo es consciente del grave problema fiscal que enfrenta esta economía y del desajuste cambiario que se perfila en el mediano plazo. Sin embargo, se considera poco probable que antes del año 2003 se presente un severo problema cambiario, y por tanto el crecimiento de la economía venezolana así como el diferencial cambiario entre ese país y Colombia podrán seguir siendo positivos para las exportaciones, aunque menos que en el pasado reciente.

Las expectativas en cuanto a la situación de los Estados Unidos sugieren que el país entró en una

**Cuadro 9. EVOLUCIÓN DE LAS EXPORTACIONES 2001-2006**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Exportaciones millones de pesos corrientes	36.345.311	41.633.624	46.163.795	51.490.770	58.216.414	65.740.770
Crecimiento % nominal de las exportaciones	12,0	14,6	10,9	11,5	13,1	12,9
Exportaciones millones de pesos de 1994	14.607.469	15.267.566	15.588.185	16.071.418	16.804.596	17.570.886
Crecimiento % real de las exportaciones	2,9	4,5	2,1	3,1	4,6	4,6

Fuente: Proyecciones de Fedesarrollo.

recesión desde el segundo trimestre del año 2001 y que ésta va a durar al menos buena parte del año 2002. No se sabe si la recuperación va a ser gradual o si la economía norteamericana va a rebotar después de tocar fondo a mediados del año 2002. Para el escenario base de proyecciones se espera un crecimiento por encima del 2% real a partir del año 2003, que en parte ayudaría a compensar la situación venezolana en el comercio exterior colombiano.

Por último, para la economía ecuatoriana que viene jugando un importante papel en las relaciones comerciales colombianas, se espera que continúe a lo largo del período con un crecimiento promedio del 3,5%. Se asume además que el Gobierno va a mantener el nivel de endeudamiento externo bajo control, evitando con ello severos desequilibrios macroeconómicos después de adoptada la dolarización.

### 1. Tasa de cambio

La evolución de la tasa de cambio se presenta en el Cuadro 5. Fedesarrollo no considera probable que durante el período analizado se presente una fuerte devaluación de la moneda. Por el contrario, se sugiere que en los próximos cinco años habrá suficiente oferta de divisas y que el Gobierno mantendrá la política de financiar el déficit fiscal por adelantado para evitar problemas como los que experimentó el país en los años 1999 y 2000.

Cómo se verá más adelante, Fedesarrollo espera que los déficits en cuenta corriente, pequeños en comparación a los registrados en el lustro pasado, puedan ser financiados con un adecuado flujo de capitales. Esto no causará desequilibrio en los fundamentales de la tasa de cambio real y es coherente con las proyecciones de devaluaciones inferiores al 10% nominal anual.

## F. Importaciones

Las importaciones a lo largo del período de proyección tendrán un comportamiento coherente con la demanda interna. Mientras el promedio de crecimiento real de esta variable fue durante muchos años cercano a 5%, Fedesarrollo proyecta que en el futuro cercano no podrá ser superior al 4% si no hasta después del año 2004.

En el Cuadro 10 se muestra la proyección de las importaciones. En el año 2001 las obras de infraestructura de Bogotá y los bienes importados para el Plan Colombia explican en una buena parte el crecimiento real de las importaciones, situación que no es permanente en el tiempo y obedece a una coyuntura específica. Durante los tres años siguientes las importaciones crecerán conforme a la demanda interna, a una tasa promedio real de 3,2%.

## G. Comportamiento de la producción sectorial

En el Cuadro 11 se presentan las proyecciones de los crecimientos sectoriales del escenario base para el período 2001-2006.

**Cuadro 10. EVOLUCIÓN DE LAS IMPORTACIONES 2001-2006**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Importaciones millones de pesos corrientes	42.295.611	47.494.560	53.340.730	59.856.771	69.185.146	79.539.395
Crecimiento % nominal de las importaciones	14,0	12,3	12,3	12,2	15,6	15,0
Importaciones millones de pesos de 1994	14.641.660	15.001.610	15.513.915	16.091.871	17.201.405	18.310.896
Crecimiento % real de las importaciones	4,7	2,5	3,4	3,7	6,9	6,5

Fuente: Proyecciones de Fedesarrollo.

**Cuadro 11. EVOLUCIÓN SECTORIAL DEL PIB 2001-2006**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
<b>Millones de pesos Corrientes</b>						
Agropecuario	24.487.220	27.460.030	30.790.917	34.363.524	38.126.731	42.679.825
Minería	13.243.045	14.183.428	14.840.428	15.532.761	16.299.266	17.248.503
Industria	24.479.518	28.017.215	32.144.441	37.279.483	43.175.968	50.463.035
Construcción	6.902.133	7.656.481	9.027.481	10.502.915	12.154.392	14.098.324
Comercio	20.574.741	23.244.393	26.031.109	29.074.341	32.513.281	36.350.368
Resto de servicios	83.471.352	93.616.876	104.596.379	116.609.480	130.249.590	145.902.465
<b>Crecimientos % nominales</b>						
Agropecuario	12,6	12,1	12,1	11,6	11,0	11,9
Minería	1,9	7,1	4,6	4,7	4,9	5,8
Industria	12,5	14,5	14,7	16,0	15,8	16,9
Construcción	11,0	10,9	17,9	16,3	15,7	16,0
Comercio	9,4	13,0	12,0	11,7	11,8	11,8
Resto de servicios	10,3	12,2	11,7	11,5	11,7	12,0
<b>Millones de pesos de 1994</b>						
Agropecuario	11.265.903	11.527.272	11.901.908	12.277.853	12.598.305	13.058.144
Minería	3.158.382	3.086.434	2.973.656	2.876.893	2.791.907	2.735.650
Industria	10.750.808	11.226.962	11.860.735	12.714.708	13.618.724	14.738.183
Construcción	3.287.917	3.327.865	3.613.030	3.885.488	4.158.405	4.466.191
Comercio	8.298.417	8.554.174	8.821.064	9.106.867	9.418.413	9.749.941
Resto de servicios	33.879.989	34.670.409	35.668.917	36.756.819	37.969.794	39.382.270
<b>Crecimientos % reales</b>						
Agropecuario	3,4	2,3	3,3	3,2	2,6	3,7
Minería	-6,4	-2,3	-3,7	-3,3	-3,0	-2,0
Industria	3,3	4,4	5,6	7,2	7,1	8,2
Construcción	2,0	1,2	8,6	7,5	7,0	7,4
Comercio	0,5	3,1	3,1	3,2	3,4	3,5
Resto de servicios	1,3	2,3	2,9	3,1	3,3	3,7

Fuente: Proyecciones de Fedesarrollo.

El crecimiento del sector agropecuario en el mediano y largo plazo viene determinado por la tasa de cambio nominal, por los niveles de inversión en el sector y por la política agropecuaria del Gobierno. Recientemente el sector venía experimentando altas tasas de crecimiento, más por los bajos niveles productivos de la última mitad de la década pasada, que por algún otro factor en específico. Fedesarrollo pronostica que este sector va a crecer a tasas considerables para su promedio histórico, cercanas al 3% real.

El sector de la minería durante el período de estimación continuará con un desempeño negativo cau-

sado por la disminución de la producción petrolera. El sector volverá a experimentar tasas de crecimiento positivas sólo cuando las inversiones que tuvieron lugar en 2000 y 2001 se manifiesten en nuevas producciones, lo cual no será antes de cinco a ocho años. Con todo, el decrecimiento del sector minero agregado será cada vez menor, empezando con un -3,7% en el año 2003 y finalizando el período de proyecciones con una tasa de crecimiento real de -2%.

La industria, conforme a la relación entre las exportaciones de bienes no tradicionales y el índice de producción industrial, podrá volver a crecer a tasas

superiores al 5% sólo cuando se mejoren las condiciones de la economía internacional. Adicionalmente, el crecimiento de la industria volverá a ser sostenible en el mediano plazo cuando las condiciones de la demanda interna mejoren. Fedesarrollo proyecta una tasa de crecimiento promedio de la industria de 6% en términos reales para el período analizado.

Esta cifra de crecimiento de la industria podría ser incluso inferior si no se cumplen los supuestos de las condiciones socio-políticas comentados anteriormente para la inversión, o bien si la situación de la economía internacional no mejora a lo largo del año 2002. Otro supuesto fundamental que debe cumplirse es el de la reactivación de la demanda interna, que debe empezar a observarse después de la mitad de próximo año.

La evolución del sector de la construcción será muy favorable en comparación con su comportamiento en los últimos 5 años. Los pronósticos de Fedesarrollo arrojan crecimientos por encima del 7% en términos reales a partir del año 2003, cuando todos los programas emprendidos por el actual Gobierno estén en funcionamiento y los precios de la finca raíz recuperen su valor. El escenario base supone, además, que del año 2003 en adelante el sector financiero estará en capacidad volver a financiar tanto los proyectos de construcción como la adquisición de vivienda, tal y como sucedió en forma dinámica durante décadas anteriores.

Por último, el sector servicios crecerá conforme a la recuperación de la demanda interna, dada la alta sensibilidad a esta variable. Jugarán además un papel importante la consolidación de la recuperación del sector financiero que afecta el desempeño de los servicios financieros, y una caída menos pronunciada de los servicios del Gobierno pues el ajuste de las finanzas públicas será menos drástico que en el pasado. Las proyecciones de Fedesarrollo arrojan una tasa de

crecimiento promedio cercana a 3% liderada por el comercio, subsector del que se esperan crecimientos por encima del 3% desde el año 2002 en adelante.

## H. Inflación

Fedesarrollo prevé que la tendencia a la baja de la inflación continuará a lo largo del período de proyección. El esperado efecto que debía producirse sobre los precios domésticos derivado de las altas devaluaciones durante cuatro años consecutivos nunca se dio, y la inflación respondió más a la debilidad de la demanda que a los efectos de la tasa de cambio sobre los costos.

Por otra parte, la tendencia de crecimiento del nivel de precios del consumidor por debajo del aumento del nivel de precios del productor se revertió en los meses recientes, lo cual limita las presiones inflacionarias hacia el futuro. Lo anterior sugiere que una devaluación repentina afectaría en el corto plazo el nivel de precios, pues sería transferida de inmediato a los consumidores por parte de los productores, en un escenario de demanda interna recuperada.

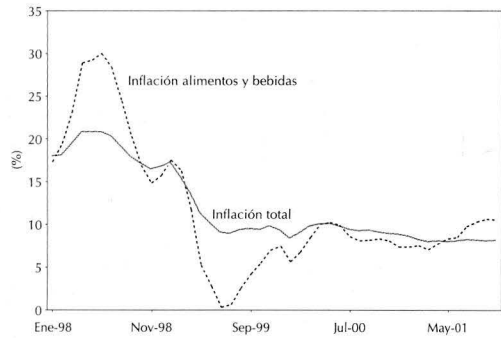
Fedesarrollo proyecta una inflación de 7% para 2002, ligeramente superior a la meta de 6% del Gobierno. Esto se explica por el proceso de recuperación que debe emprender la demanda interna en especial en el segundo trimestre del año, y adicionalmente porque la prioridad de la política económica probablemente no seguirá centrándose en la inflación, dados los niveles de desempleo existentes en el país. Además, por ser el próximo un año de elecciones, es factible pensar que habrá presiones políticas para que el control monetario sea más débil.

La inflación de los alimentos y bebidas está en este momento por encima del promedio de la inflación de la canasta básica de consumo. Históricamente la inflación del sector alimentos y bebidas vuelve al



promedio de la canasta básica, por esto las proyecciones para el corto plazo denotan un acercamiento entre las dos series (Gráfico 60). Para el largo plazo se proyecta que el crecimiento de los precios del subsector alimentos y bebidas será igual a la inflación general de la economía.

**Gráfico 60. INFLACIÓN TOTAL Y DE ALIMENTOS Y BEBIDAS**



Fuente: DANE.

Para los años 2003 en adelante Fedesarrollo proyecta que la inflación seguirá bajando: 7% en el 2003, 6,5% en el 2004 y 6% para los años 2005 y 2006.

**I. Tasa de interés**

La tendencia de largo plazo de las tasas de interés es hacia la baja, lo cual es consistente con la que se estima para la inflación. Para las tasas activas (cap-

tación) se espera una reducción gradual, y una estabilización para las pasivas (colocación).

Fedesarrollo proyecta que la tasa de captación sufrirá una reducción gradual a lo largo del período de proyección, como resultado de las políticas de ajuste del Gobierno en materia de endeudamiento interno y de la política de reactivación que hasta ahora parece estar adoptando el Banco de la República. Las proyecciones de las tasas de colocación y captación, así como del margen según la antigua metodología, se presentan en el Cuadro 12.

Dado lo anterior, se espera que el margen recupere el nivel promedio de la década que fue de 10%. A finales del año 2000 se venían experimentando márgenes superiores al 18%, los cuales resultaban excesivamente altos para la economía colombiana. Las proyecciones arrojan una reducción en las tasas de interés de captación real hasta un nivel de cerca de 2% a lo largo del período, y un sostenimiento de la tasa de colocación real en torno a su promedio histórico de 5%.

Este escenario es consistente con las proyecciones de inflación y con la dinámica del crecimiento de la economía en el mediano plazo. Dentro del contexto internacional, la reducción de tasas de interés también es coherente con aquella de las tasas internacionales en los Estados Unidos.

**Cuadro 12. EVOLUCIÓN DE LAS TASAS DE INTERÉS 2001-2006**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Tasa de interés de colocación	25,3	24,5	24,1	24,7	21,6	21,6
Tasa de interés de colocación real	16,0	16,4	16,0	17,1	14,7	14,7
Tasa de interés de captación	12,7	12,5	12,3	12,5	11,0	11,0
Tasa de interés de captación real	4,4	5,1	5,0	5,6	4,7	4,7
Margen de intermediación real	11,7	11,2	11,0	11,5	10,0	10,0

Fuente: Proyecciones de Fedesarrollo.

Aunque son muchas las contingencias que pueden surgir para reevaluar las proyecciones hacia una tasa de interés más alta, una contingencia que toma relevancia es la eventualidad de que el Gobierno no cumpla con el plan de ajuste y necesite financiamiento interno por encima de lo que los agentes esperan. En este caso, sería posible llegar de nuevo a los escenarios de altas tasas de interés experimentados hace algunos años, caracterizados además por fuertes presiones en el mercado de recursos domésticos.

## **J. Balanza de pagos**

La proyección de la Balanza de Pagos se basa en los supuestos del Gobierno en el tema cambiario y responde a las metas fijadas en el acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (Cuadro 13).

El escenario presentado arroja un déficit de 2,7% del PIB en la cuenta corriente para el año 2001 y déficits superiores al 3% en los años 2002, 2003 y 2004. Estos déficits estarán financiados por una cuenta de capitales que tendrá un componente constante de inversión extranjera en Colombia de alrededor de 2.500 millones de dólares al año, y el resto lo estará en su mayoría por el endeudamiento de largo plazo, para el cual se tiene previsto cerca de 2.300 millones de dólares para el 2001 y montos crecientes a partir del año 2002.

Las reservas internacionales permanecerán constantes en términos de importaciones alrededor de 7,5 meses y crecerán durante todo el período hasta el año 2004 cuando se situarán cerca de los 11 billones de dólares.

Es posible afirmar que si se cumplen los supuestos planteados a lo largo de este documento, los problemas del financiamiento de la balanza de pagos están

prácticamente descartados. Sin embargo, como se verá más adelante, las tareas del Gobierno en materia de ajuste fiscal todavía no han concluido y persisten por lo tanto algunos riesgos sobre la cuenta de capitales.

## **K. Gestión fiscal**

El escenario de gestión fiscal presentado en este documento es relativamente más pesimista que el del Gobierno, pero también puede ser el más probable. La metodología de estimación consiste en proyectar los ingresos del sector público no financiero así como sus gastos por separado, de acuerdo a las restricciones de ley y la tendencia de crecimiento de la economía y de los precios.

Es necesario anotar que este escenario no contiene supuestos de nuevas reformas tributarias como la que muy probablemente generará una Misión de Ingresos que se está llevando a cabo en el país y que concluirá en agosto de 2002. Tampoco contiene otras contingencias negativas sobre el gasto público.

Las proyecciones de las variables fiscales agregadas para los próximos 6 años se resumen en el Cuadro 14. La proyección de Fedesarrollo para el déficit Sector Público no Financiero (SPNF) en el año 2001 no es optimista: 3,4 como porcentaje del PIB. El déficit mayor al acordado inicialmente con el FMI para el año 2001 es explicado casi en su totalidad por desbalances en el Sector Descentralizado, el cual está compuesto por las empresas del Estado, el Fondo de Estabilización Petrolera (FAEP), el Fondo Nacional del Café y las Entidades regionales y Locales. Las razones de los desbalances en el Sector Descentralizado son consecuencia de los malos resultados de las empresas del gobierno por el lado de los ingresos, y por mayores gastos de tipo pensional y de seguridad social ante todo. Adicionalmente, las En-

**Cuadro 13.BALANZA DE PAGOS 2001-2004**

	2001	% PIB	2002	% PIB	2003	% PIB	2004	% PIB
<b>Cuenta corriente</b>	<b>-2.195,7</b>	<b>-2,7</b>	<b>-3.110,5</b>	<b>-3,7</b>	<b>-3.302,1</b>	<b>-3,8</b>	<b>-2.915,0</b>	<b>-3,2</b>
Exportaciones	17.542,3	21,6	18.603,7	22,2	19.227,1	22,0	20.377,1	22,2
Importaciones	19.738,0	24,4	21.714,3	25,9	22.529,2	25,7	23.292,1	25,4
Bienes y servicios no factoriales	-768,1	-0,9	-1.001,7	-1,2	-1.106,9	-1,3	-756,8	-0,8
Exportaciones	14.841,8	18,3	15.751,8	18,8	16.386,7	18,7	17.804,5	19,4
Importaciones	15.609,8	19,3	16.753,6	20,0	17.493,6	20,0	18.561,3	20,2
Bienes	449,6	0,6	264,9	0,3	204,0	0,2	647,3	0,7
Exportaciones	12.870,7	15,9	13.723,9	16,4	14.313,5	16,3	15.674,2	17,1
Importaciones	12.421,0	15,3	13.459,1	16,1	14.109,4	16,1	15.026,9	16,4
Servicios no factoriales	-1.217,7	-1,5	-1.266,6	-1,5	-1.311,0	-1,5	-1.404,1	-1,5
Exportaciones	1.971,1	2,4	2.027,9	2,4	2.073,3	2,4	2.130,3	2,3
Importaciones	3.188,8	3,9	3.294,5	3,9	3.384,2	3,9	3.534,4	3,8
Renta de los factores	-3.051,3	-3,8	-3.774,1	-4,5	-3.840,8	-4,4	-3.505,3	-3,8
Ingresos	841,4	1,0	940,0	1,1	930,3	1,1	939,5	1,0
Egresos	3.892,7	4,8	4.714,1	5,6	4.771,1	5,4	4.444,8	4,8
Transferencias	1.623,6	2,0	1.665,3	2,0	1.645,6	1,9	1.347,1	1,5
Ingresos	1.859,1	2,3	1.911,9	2,3	1.910,1	2,2	1.633,1	1,8
Egresos	235,5	0,3	246,6	0,3	264,5	0,3	285,9	0,3
<b>Cuenta de capital y financiera</b>	<b>2.505,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3.432,0</b>	<b>4,1</b>	<b>3.790,1</b>	<b>4,3</b>	<b>3.435,4</b>	<b>3,7</b>
Cuenta financiera	2.505,4	3,1	3.432,0	4,1	3.790,1	4,3	3.435,4	3,7
Flujos financieros de largo plazo	3.242,9	4,0	1.874,7	2,2	3.143,8	3,6	2.805,4	3,1
Activos	304,0	0,4	317,4	0,4	341,2	0,4	368,7	0,4
Inversión colombiana en el exterior	304,0	0,4	317,4	0,4	341,2	0,4	368,7	0,4
Directa	304,0	0,4	317,4	0,4	341,2	0,4	368,7	0,4
De cartera	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Préstamos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Crédito comercial	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros activos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pasivos	3.546,9	4,4	2.192,1	2,6	3.485,0	4,0	3.174,1	3,5
Inversión extranjera en Colombia	2.501,7	3,1	2.691,3	3,2	2.991,1	3,4	2.523,4	2,7
Préstamos	2.397,0	3,0	691,2	0,8	1.611,7	1,8	1.770,6	1,9
Crédito comercial	0,0	0,0	0,0	0,0	24,0	0,0	51,7	0,1
Arrendamiento financiero	-41,2	-0,1	160,8	0,2	251,0	0,3	264,2	0,3
Otros pasivos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Otros movimientos financieros de largo plazo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flujos financieros de corto plazo	-737,5	-0,9	1.557,2	1,9	646,3	0,7	629,9	0,7
Activos	1.203,6	1,5	-1.174,3	-1,4	-351,1	-0,4	-272,6	-0,3
Inversión de cartera	1.044,1	1,3	-1.417,9	-1,7	-574,5	-0,7	-495,3	-0,5
Crédito comercial	141,1	0,2	243,9	0,3	224,1	0,3	224,0	0,2
Préstamos	-66,6	-0,1	-68,7	-0,1	-70,8	-0,1	-73,0	-0,1
Otros activos	85,1	0,1	68,4	0,1	70,1	0,1	71,6	0,1
Pasivos	466,1	0,6	383,0	0,5	295,1	0,3	357,3	0,4
Inversión de cartera	163,4	0,2	168,0	0,2	173,7	0,2	179,3	0,2
Crédito comercial	133,4	0,2	137,2	0,2	141,8	0,2	146,4	0,2
Préstamos	169,3	0,2	77,7	0,1	-20,3	0,0	31,6	0,0
Otros pasivos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flujos especiales de capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Errores y omisiones netos</b>	<b>377,3</b>		<b>0,0</b>		<b>0,0</b>		<b>0,0</b>	
<b>Variación reservas internacionales brutas<sup>1</sup></b>	<b>241,1</b>		<b>321,4</b>		<b>488,0</b>		<b>520,4</b>	
<b>Saldo de reservas internacionales brutas<sup>1</sup></b>	<b>9.624,4</b>		<b>9.945,8</b>		<b>10.433,8</b>		<b>10.954,2</b>	
<b>Saldo dereservas internacionales netas<sup>1</sup></b>	<b>9.624,4</b>		<b>9.945,8</b>		<b>10.433,8</b>		<b>10.954,2</b>	
<b>Variación de reservas internacionales netas<sup>1</sup></b>	<b>241,1</b>		<b>321,4</b>		<b>488,0</b>		<b>520,4</b>	
<b>Meses de importación de bienes y servicios</b>	<b>7,4</b>		<b>7,1</b>		<b>7,2</b>		<b>7,1</b>	

<sup>1</sup> Según metodología de Balanza de pagos.

Fuente: DNP, cálculos Fedesarrollo.

**Cuadro 14. EVOLUCIÓN DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO 2001-2006**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Ingresos totales <sup>1</sup>	88.249	98.812	111.094	124.415	138.940	147.277
Gastos totales <sup>1</sup>	95.522	107.134	120.588	135.200	150.579	159.613
Ajustes por causación <sup>1</sup>	984	1.064	1.149	1.234	1.318	2.351
Déficit <sup>1/</sup>	-6.288	-7.258	-8.344	-9.551	-10.320	-9.986
<b>Déficit % PIB</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,5</b>	<b>-3,6</b>	<b>-3,4</b>	<b>-3,0</b>

<sup>1</sup> Miles de millones de pesos.

Fuente: Proyecciones Fedesarrollo.

tidades Descentralizadas han tenido desbalances con los contratos de riesgo compartido firmados por empresas como Telecom.

En perspectiva, aunque se han hecho la mayoría de las reformas necesarias para tener un déficit sostenible en el mediano plazo, los ingresos del Gobierno crecen a duras penas a la tasa de crecimiento de la economía, mientras que los gastos crecen con la inflación.

El Estado colombiano debe seguir ajustándose y volviéndose más eficiente para poder ser viable en el largo plazo. El tamaño del Estado colombiano es aún superior al que debería tener, y todavía está cumpliendo papeles que no le corresponden dentro de lo planteado por el modelo de desarrollo de un país abierto. Este es el caso del sistema bancario, de las electrificadoras y del Fondo Nacional del Café, entre otros.

Para los años 2002 y en adelante las perspectivas de un ajuste fiscal con un déficit cercano al 2% como porcentaje del PIB son remotas. Colombia enfrenta varios problemas para lograr sus objetivos fiscales y el primero de ellos es la deuda pública. Aunque en la presente administración se hizo una reconversión del perfil de la deuda para ampliar el período de maduración y tener más tiempo para pagarla a un costo

relativamente más bajo, parece ser que esta operación no fue suficiente, aunque logró bajar los desembolsos en el 2002 de 3.565 millones de dólares a 2.348 millones de dólares y los pagos del resto del lustro a un promedio de 1.087 millones de dólares.

Los otros problemas que tendrán que ser solucionados en el mediano plazo para reducir el déficit fiscal son el alto rezago presupuestal que acumula el Gobierno Nacional Central, los pagos para la Seguridad Social y para el Sistema de Pensiones. Por el lado de los ingresos la situación es compleja, pues las proyecciones para el desarrollo de las empresas no son buenas. En cuanto a Ecopetrol, la empresa no ha cosechado los resultados esperados en la exploración de reservas de crudo en el territorio nacional. La autosuficiencia aún está en vilo hacia el año 2004 o 2005, y conforme a esto los ingresos por la venta de crudo al exterior.

## **L. Desempleo**

El desempleo en Colombia es un problema estructural, tal y como se explicó anteriormente. Según los estudios sobre el tema realizados en Fedesarrollo, la tasa de desempleo puede caer hasta el 13% en el año 2006, contando con la senda de crecimiento real de la producción planteada en el escenario base de proyección.

Pero el crecimiento económico por sí sólo no aseguraría dicha tasa de desempleo, y esto solucionaría en el mejor de los casos el 50% del problema. Es necesario que sean adelantados los programas propuestos por parte del Gobierno y además que se flexibilice el mercado laboral. Con base en el escenario de Fe-

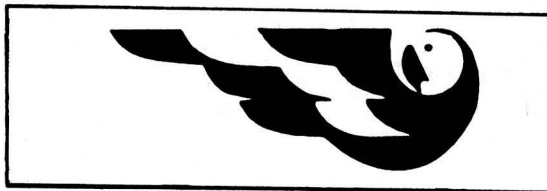
desarrollo sobre el crecimiento del producto y en los supuestos del trabajo "Todos Contra el Desempleo" se proyecta que la tasa de desempleo pasará de 17,6% en el año 2001 a 16,7% en el 2002. De ahí en adelante seguiría bajando a 15,4% en el 2003, 13,7% en el 2004 hasta situarse en 13% en el año 2005.



# Informes de Investigación



# **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**

# Crédito, liberalización financiera e inversión en el sector manufacturero colombiano\*

---

María Angélica Arbeláez R.<sup>1</sup>  
Juan José Echavarría S.

## I. INTRODUCCIÓN

La asimetría en la información, los costos de monitoreo, el incumplimiento de contratos y los problemas de incentivos modifican la visión de Modigliani y Miller sobre los determinantes de la inversión. En este escenario alternativo son relevantes la estructura financiera de la firma, la tasa media de impuestos, las utilidades presentes y el stock de riqueza; las tasas de interés afectan ahora no sólo el costo de uso del capital sino también la disponibilidad de fondos. La evolución y la eficiencia del sector financiero pueden conducir al "acelerador financiero" que acentúa ciclos y afecta el crecimiento (Hubbard 1998).

Schumpeter (1934) reconoció el efecto potencial del sector financiero sobre el crecimiento económico, una de las conclusiones robustas en el análisis de King & Levine (2001) & King & Levine (1993). También argumentó que el crédito afecta la productividad más que la acumulación del capital,

una conclusión recientemente verificada por Levine, *et. al.* (2000). Un sector financiero fuerte reduce el riesgo macroeconómico, permite la movilización del ahorro y la mejor asignación de los fondos de capital, y mejora el monitoreo a las empresas. Un reciente estudio del Banco Mundial (2001) muestra que duplicar el crédito privado "produce" un crecimiento promedio de largo plazo casi 2 puntos más alto. También muestra que el nivel de desarrollo financiero pasado contribuye a predecir el crecimiento económico posterior, aun cuando se descuentan otros efectos como la convergencia condicional o el nivel de educación.

El sector financiero parece jugar un papel importante en la determinación de los ciclos. Kindleberger (1978), por ejemplo, ilustró la importancia del papel

---

\* El trabajo fue financiado y realizado en el marco del proyecto RED de Centros de Investigación del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

---

<sup>1</sup> Investigadora Asociada y Director Ejecutivo de Fedesarrollo, respectivamente. Este trabajo se realizó con la colaboración de Camila Aguilar, María Lucía Guerra y Mónica Parra y se benefició enormemente de los comentarios de Arturo Galindo y Fabio Schiantarelli. Se agradecen los comentarios de Mauricio Cárdenas, de Fernando Tenjo, y de los demás participantes en los Seminarios de Fedesarrollo y de la Universidad de Los Andes. Fue muy importante el apoyo permanente de la Superintendencia de Sociedades a este trabajo.

de mercados financieros irracionales sobre las crisis económicas, y Bernanke (1983) mostró que las crisis de deuda y el colapso de la banca fueron factores centrales en la explicación de la Gran Depresión de los años treinta. Un sector financiero fuerte está asociado con la estabilidad macroeconómica y la reducción de la pobreza<sup>2</sup>.

La relación entre restricciones financieras, inversión y crecimiento de la firma fue originalmente analizada por Fazzari, *et al.* (1988) y ha recibido atención reciente por Gallego & Loayza (2000) para Chile, por Harris, *et al.* (1994) para Indonesia, por Jaramillo, *et al.* (1996) para Ecuador, por Gelos & Werner (1999) para México y por Laeven (2001) para un grupo de 13 países en desarrollo; por Love (2001) para 40 países desarrollados y en desarrollo, y por Demirguc-Kunt & Levine (1999) & Demirguc-Kunt & Levine (1996) para una muestra grande de países más y menos desarrollados.

Resultados hoy estándar en la literatura muestran que las restricciones financieras han disminuido después de la mayoría de procesos de liberalización, y aún más para aquellas firmas en que la información y el monitoreo son más costosos: firmas pequeñas y creadas recientemente, firmas que no pertenecen a conglomerados, y firmas domésticas en contraposición a firmas extranjeras.

La evaluación de la experiencia colombiana de las dos últimas décadas permite profundizar nuestro conocimiento en el área. La inversión creció en Colombia mucho más que en cualquier otro país de América Latina durante el período de liberalización 1990-1995, cuando los flujos de capitales y el cré-

dito doméstico se expandieron dramáticamente, y cayó de manera significativa en 1998-1999. Frente a esta situación surgen dos interrogantes: ¿fueron importantes los episodios de liberalización de los noventa para explicar el auge de inversión? ¿se agudizaron las restricciones financieras durante la crisis de 1998-1999?<sup>3</sup>

La Sección II de este trabajo repasa la evolución del sector financiero en Colombia y señala tres características relevantes: i) el proceso de liberalización financiera iniciado en los noventa fue intenso; ii) el sector financiero y el mercado de capitales aún permanecen atrasados; iii) la crisis de 1998-2000 fue profunda, incluso en relación con la crisis financiera anterior de 1982-1985. Se construyeron índices de *actividad*, *tamaño* y *liberalización* que serán útiles en el análisis empírico.

La Sección III presenta algunas consideraciones teóricas, discute los datos y las técnicas de estimación, y explica los resultados empíricos para Colombia. Se muestra que las firmas están restringidas financieramente, que la liberalización de los 90 y la mayor cantidad de crédito redujeron las restricciones, y que la crisis reciente de 1998-2000 tuvo un impacto fuerte sobre la inversión y la financiación de las firmas. También se compara el comportamiento de diferentes grupos de firmas: firmas pertenecientes a conglomerados frente a las que no pertenecen, y firmas con inversión extranjera frente a las domésticas. Se encuentra que ambos grupos de firmas enfrentan menores restricciones financieras y se beneficiaron menos con la liberalización financiera.

Estos resultados son los esperados en un mundo con restricciones financieras. El conglomerado es una organización parcialmente diseñada para re-

---

<sup>2</sup> Según Easterly, *et al.* (2001), duplicar el crédito desde 20% del PIB hasta 40% reduce la desviación estándar del crecimiento anual desde 4 a 3. Sin embargo, el progreso no continúa con la mayor profundización financiera. Ver también World Bank (2001).

---

<sup>3</sup> Véase también Tybout (1983) y Echavarría & Tenjo (1993).

miento de contratos, y sus firmas deberían enfrentar menores niveles de restricción. Pueden contar con los recursos financieros del grupo, y adicionalmente se benefician de la diversificación del conglomerado. Ha habido menos investigación sobre el comportamiento de las multinacionales, pero sus nexos con la casa matriz facilitan potencialmente el acceso a los recursos líquidos.

## **II. LA LIBERALIZACIÓN FINANCIERA Y EL DESARROLLO RELATIVO DEL SISTEMA FINANCIERO COLOMBIANO**

### **A. Los años 70 y 80**

Durante los 70s el sector financiero colombiano operó bajo condiciones altamente restrictivas. El marco de regulación era rígido, con instituciones sobre-reguladas y el gobierno ejercía fuertes controles: las tasas de interés y la distribución del crédito estaban sujetas a estrictos controles administrativos, el crédito dirigido a sectores específicos a tasas de interés subsidiadas era una proporción importante del crédito total, y las inversiones forzosas con un rendimiento menor al de mercado limitaban las utilidades y reducían los montos de créditos disponibles. Los encajes constituían la herramienta principal de política monetaria, con altos niveles y gran volatilidad, y cuatro bancos comerciales concentraban el 43% de los depósitos y el 45% de los activos totales<sup>4</sup>.

La crisis de deuda mexicana de 1982 y sus secuelas afectaron menos a Colombia que a otros países latinoamericanos<sup>5</sup>, pero el país también se vio afectado, particularmente durante la primera parte de la

década. Los primeros inconvenientes se iniciaron en 1982 cuando el deterioro de las condiciones macroeconómicas perjudicó el desempeño de las entidades financieras. El precario marco regulatorio que combinaba factores de represión con una vigilancia débil agravó las dificultades de un sector financiero muy subdesarrollado.

La crisis de 1982-1985 representó un reto importante. En esencia, se trató de una crisis de solvencia que estuvo acompañada de un deterioro de los balances y de un debilitamiento de las bases patrimoniales. Adicionalmente, la cartera vencida aumentó significativamente en comparación con los activos totales; la rentabilidad de las instituciones se vio fuertemente afectada por las altas provisiones que impuso la regulación en 1985; y salieron entidades del mercado permaneciendo en 1996 sólo 99 de las 111 que operaban en 1980. Los bancos privados, las corporaciones financieras y algunas compañías de financiamiento comercial fueron las más afectadas. La rentabilidad del sector financiero cayó abruptamente en 1985 (Sección II.B.3).

Las medidas adoptadas para superar la crisis se orientaron hacia la reducción del riesgo de solvencia de las instituciones financieras, dándole al gobierno el poder para nacionalizar sin compensación cualquier entidad en crisis severa. Se redujeron los encajes y se elevaron las tasas de interés para las inversiones forzosas. El Banco Central jugó un papel primordial al proveer liquidez y solvencia a los accionistas de instituciones financieras y a las empresas del sector real<sup>6</sup>, y al aliviar la situación de las fir-

---

<sup>4</sup> Fue evidente la presencia dominante del gobierno en el sector financiero, con 57% del capital de los bancos comerciales, 81% de las Corporaciones Financieras, 27% de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAVs) y 19% de las Compañías de Financiamiento Comercial.

---

<sup>5</sup> Ver Fischer (1988) y Edwards (1995).

<sup>6</sup> Capitalización financiera (Resolución 42 de 1983 y Resolución 60 de 1984 de la Junta). Las Resoluciones 16 y 116 de 1983 de la Junta crearon un fondo de capitalización para las firmas; se le otorgó crédito subsidiado al sector de textiles, acero, y al sector de la construcción.

mas que habían adquirido deuda externa<sup>7</sup>. Estas políticas ayudaron a superar la crisis, pero el Estado terminó como dueño principal del sistema financiero, una consecuencia indeseable del paquete de rescate. Hacia el final de la década el gobierno poseía aproximadamente el 66% de los activos del sector bancario y cerca de la mitad de los activos del sistema financiero total.

## **B. Liberalización financiera, tamaño y actividad durante los noventa**

### **1. Liberalización financiera**

A comienzos de los noventa se adoptó un amplio paquete de reformas orientado a aumentar la competencia en el sector financiero (se permitió la operación de los bancos extranjeros en el país), a profundizar el papel de los instrumentos de mercado<sup>8</sup>, y a reducir la intervención del gobierno y de las autoridades monetarias en el sistema financiero. Las piezas claves del paquete fueron la reforma financiera introducida por la Ley 45 de 1990 y la Ley 35 de 1993.

Las reformas financieras cubrieron cuatro grandes áreas: tasas de interés, política de crédito, inversiones forzosas y política monetaria. Fueron liberadas las tasas de interés para depósitos de ahorro, crédito hipotecario y para una gran parte de otros créditos, y se limitó la capacidad del Banco Central para intervenirlas. Se eliminó el crédito subsidiado. La mayoría de tasas de interés se convirtieron de término fijo a término variable (proceso que se inició a co-

mienzos de 1987) y se incrementaron hasta los niveles de mercado en forma gradual. Sin embargo, los límites a las tasas de interés no se eliminaron y aún hoy están vigentes.

Con respecto a la política monetaria, la Reforma Constitucional de 1991 incrementó la autonomía del Banco de la República (Alesina, *et al.* 2000). Adicionalmente, se hicieron esfuerzos para cambiar los instrumentos de política, fortaleciendo el papel de las operaciones de mercado abierto (OMAs) y reduciendo considerablemente los encajes. Estos últimos son actualmente 5% en promedio, frente a 16,7% en enero de 1994.

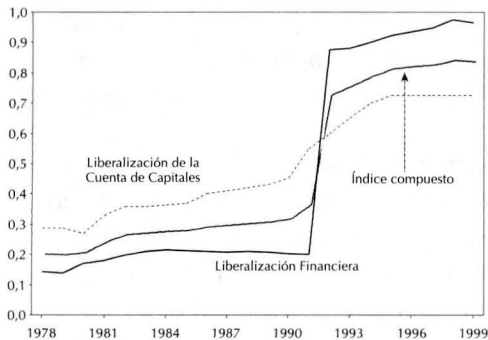
Finalmente, se tomaron medidas de supervisión y de regulación prudencial con el fin de ajustar los balances de los intermediarios financieros, de manera que éstos reflejaran correctamente los cambios en precios y la nueva inversión en el sector. Las normas sobre provisiones y cartera vencida se hicieron más estrictas, y se exigieron relaciones de solvencia mínimas. El resultado general fue un sector financiero más liberalizado y con mejor supervisión.

El Gráfico 1 presenta la evolución del proceso de liberalización en Colombia, con base en el índice propuesto por Lora & Barrera (1997), el cual incorpora la evolución del encaje bancario, de los controles a las tasas de interés, y la imposición de prácticas de supervisión tipo Basilea. El índice en mención casi aparece como una variable dummy, con cero para los ochentas y uno para los noventas. También se presenta el índice de liberalización de la cuenta de capitales propuesto por Morley *et al.* (1999), el cual muestra una tendencia más gradual con mayor pendiente en 1990-1995. El índice compuesto es un promedio simple de los dos anteriores. El Gráfico 2 presenta el índice de liberalización de Laeven (2001). Se asigna un valor de 0 o 1 a cada

<sup>7</sup> Resolución 33 de 1984 de la Junta.

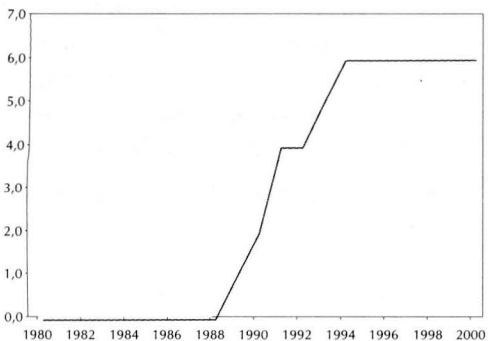
<sup>8</sup> El paquete incluía una reforma tributaria (Ley 75 de 1986), una reforma a la inversión extranjera (Ley 9 de 1991), la reforma laboral (Ley 50 de 1990) y la reforma a la seguridad social (Ley 100 de 1993).

## Gráfico 1. ÍNDICES DE LIBERALIZACIÓN DOMÉSTICA Y DE LA CUENTA DE CAPITALES 1978-1999\*



\* Promedio del índice de liberalización financiera de Lora y el de liberalización de la cuenta de capitales de Morley *et. al.*  
Fuente: Lora (1997), Morley *et. al.* (1999), cálculos de los autores.

## Gráfico 2. COLOMBIA: ÍNDICE DE LIBERALIZACIÓN FINANCIERA DE LAEVEN\*



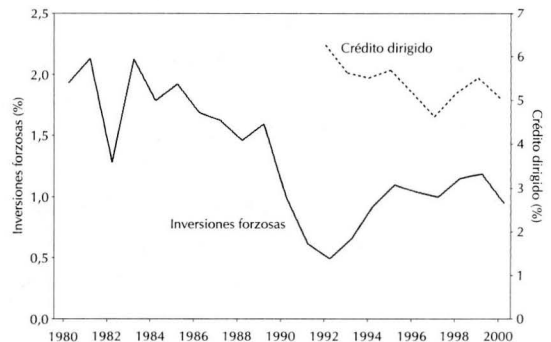
\* Variables incluidas: tasas de interés, barreras a la entrada, requisitos de reserva, controles al crédito, privatizaciones y regulación prudencial.  
Fuente: Laeven (2001).

una de seis variables: tasas de interés, barreras a la entrada, requisitos de reservas, controles al crédito, privatizaciones y regulación prudencial. El índice resulta de la suma de las seis, y toma un valor mínimo de 0 en un mundo totalmente restringido y un valor máximo de 6 cuando todas las variables han sido "liberalizadas" y se han adoptado medidas regulatorias adecuadas. El patrón obtenido es muy similar al del Gráfico 1, aunque sugiere que el proceso

de liberalización se inició antes (1988) y duró más tiempo<sup>9</sup>.

Existió un conjunto importante de reformas en áreas centrales, pero algunas políticas tuvieron la dirección no deseada. Así, como se observa en el Gráfico 3, las inversiones forzosas decrecieron hasta 1992 pero aumentaron en los años siguientes<sup>10</sup>, y la importancia del crédito dirigido cayó hasta 1997 pero aumentó posteriormente. Entidades como Finagro

## Gráfico 3. CRÉDITO DIRIGIDO E INVERSIONES FORZOSAS (% del PIB)



Fuente: Banco de la República, Superbancaria y cálculos de los autores.

<sup>9</sup> Las leyes principales consideradas en este ejercicio fueron: tasas de interés (Decreto 2994 de diciembre 14 de 1990); barreras a la entrada (Ley 45 de diciembre 18 de 1990); requisitos de reserva (Resolución 7 de 1993 del Banco de la República); controles al crédito (una serie de decretos que parcialmente eliminaron las inversiones forzosas y el crédito dirigido, las inversiones de Finagro fueron reguladas en 1990); privatización (Banco de Colombia, noviembre de 1993; Bancoldex y Banco Popular, 1994). Las medidas de regulación prudencial más importantes fueron tomadas en 1989.

<sup>10</sup> Las únicas inversiones forzosas que aún permanecen vigentes son los Bonos tipo A y B para el sector de agricultura (Finagro). En el año 2000, la Junta del Banco de la República estableció que estas inversiones forzosas serían realizadas como una función de los pasivos sujetos a encaje, deduciendo la suma correspondiente a las reservas requeridas. Según Hernández & Tolosa (2001), se captura el espíritu de la Ley 16 de 1990 con la cual se creó Finagro y las inversiones se hicieron obligatorias en forma inversa al costo de los pasivos.



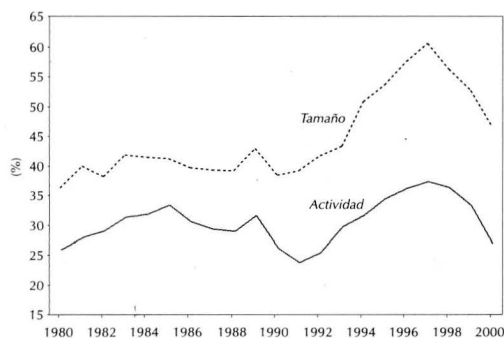
y Bancoldex aumentaron el crédito dirigido al sector agrícola y a los exportadores. El Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, Fogafin, ejerció presión adicional, particularmente desde 1997 cuando se utilizó una cantidad importante de recursos para aliviar al sector financiero.

## 2. Tamaño y actividad

Levine, *et al.* (2000) consideran la *actividad* del sector financiero como el stock de crédito que las entidades financieras otorgan al sector privado, el "mejor" indicador de desarrollo financiero. Por su parte, Gallejo & Loayza (2000) usan este indicador y adicionalmente el *tamaño* (construido como la relación entre activos del sector financiero y el PIB) para un análisis del impacto del sector financiero en Chile.

La evolución de ambas variables para Colombia se describe en el Gráfico 4. Se observa que el sistema financiero era relativamente pequeño durante los ochenta, cuando la variable *tamaño* equivalía a 35%-40% del PIB. El mismo patrón se presenta con el indicador de *actividad*, con una débil expansión del crédito durante los ochenta y significativa des-

**Gráfico 4. TAMAÑO\* Y ACTIVIDAD\*\* DEL SECTOR FINANCIERO**



\* Activos/PIB; \*\* crédito total al sector privado/PIB.

Fuente: Superbancaria, Banco de la República, Ministerio de Hacienda y cálculos de los autores.

pués de la liberalización financiera de los noventa. El auge del crédito entre 1991 y 1997 fue seguido por una contracción profunda durante los años siguientes, cuando se presentó incluso un fuerte proceso de *credit crunch* según algunos analistas<sup>11</sup>.

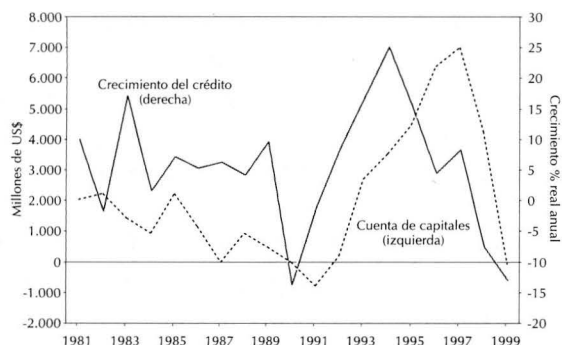
La promoción de un papel más importante del capital extranjero en el sector financiero nacional, especialmente a través de la Ley 9 de 1991<sup>12</sup>, podría considerarse como uno de los factores que presionaron el aumento de los flujos de capital y la presencia de bancos extranjeros en Colombia, y por ello las reformas financieras no sólo aumentaron el crédito directamente, sino también indirectamente a través de su impacto sobre los flujos de capital. Otros factores "de demanda" que promovieron los flujos de capital hacia el país fueron el paquete de reformas "estructurales" adelantado durante la primera parte de los noventa y las tasas de interés muy elevadas de mediados de 1991 que llegaron a niveles de 39% para depósitos. Calvo, *et al.* (1995) y Corbo & Hernández (2000) consideran la importancia relativa de factores de demanda y oferta (*pull and push*) en América Latina durante los noventa.

El Gráfico 5 sugiere que existió una relación estrecha entre flujos de capital y crédito doméstico en Colombia. Esto es muy relevante en nuestro caso, dado que los flujos de capital hacia el país aumentaron mucho más rápidamente que hacia otros países de Latinoamérica entre 1990 y 1997, y también cayeron más aceleradamente entre 1997 y 2000. El vínculo directo entre flujos de capital, crédito y crecimiento ha sido resaltado recientemente por Calvo (2000).

<sup>11</sup> Fischer (1988) y Echeverry & Salazar (1999).

<sup>12</sup> Antes de la liberalización de los noventa, la entrada de capitales estaba restringida al 49% del capital de la entidad financiera, un límite eliminado posteriormente. Las normas de endeudamiento externo para los agentes locales se flexibilizaron, permitiendo un endeudamiento ilimitado con los bancos extranjeros.

## Gráfico 5. FLUJOS DE CAPITAL Y CRECIMIENTO ANUAL DEL CRÉDITO REAL



Fuente: FMI, Superbancaria y cálculos de los autores.

### 3. La crisis de 1998-2000

La crisis financiera de 1998-2000 fue mucho más profunda que cualquier otra registrada en Colombia durante las últimas décadas, incluso más intensa que la crisis anterior de 1982-1985 cuando el sector financiero se vio fuertemente afectado (ver Sección II.A). El deterioro de algunos indicadores que se inició en 1996, especialmente en el sector hipotecario<sup>13</sup>, se agravó en 1998. La crisis financiera fue inducida principalmente por la recesión económica de 1998 y 1999, la caída significativa en el ingreso nacional, un aumento espectacular en las tasas de interés y la crisis del sector de la construcción (Carrasquilla & Arbeláez, 2000).

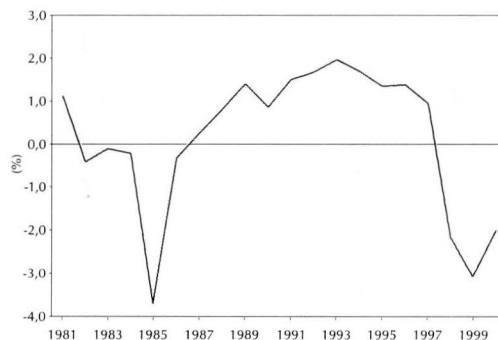
Durante la crisis financiera reciente se deterioró en forma exponencial la calidad de la cartera (la cartera vencida sobre la cartera total llegó a 12% en 1999) y los activos improductivos crecieron significativamente. El aumento de los riesgos crediticio y de liquidez, causados por una reducción de los depósi-

tos, llevaron a una caída importante del crédito que alcanzó un crecimiento negativo en términos reales de -7,0% en diciembre de 1998 y a un promedio de -12,5% en 1999. La solvencia se deterioró y las pérdidas crecieron.

La crisis fue aún más profunda en los bancos públicos y en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAVs) que en los bancos privados domésticos y extranjeros, lo que ocasionó medidas de salvamento específicas para esos sectores. El paquete de medidas adoptado sin duda ayudó y la crisis está en alguna medida superada. La solvencia se ha recuperado y el crédito ha dejado de caer.

La rentabilidad del sector financiero cayó abruptamente después de 1997, presentando cifras negativas en 1998-2000 (Gráfico 6). La rentabilidad no es inferior a las registrada en 1985, el peor año en la crisis de 1982-1985, pero el deterioro no obedece a la política de provisiones como en aquel entonces<sup>14</sup>, y ha tenido mayor duración.

## Gráfico 6. RENTABILIDAD\* DEL SECTOR FINANCIERO



\* Rentabilidad = utilidades acumuladas/activos totales.  
Fuente: Superbancaria y cálculos de los autores.

<sup>13</sup> Las Corporaciones de Ahorro y Vivienda se vieron fuertemente afectadas por la reforma financiera, que incluyó la eliminación del fondo de liquidez FAVI y la exclusividad de las CAVs para tener depósitos remunerados.

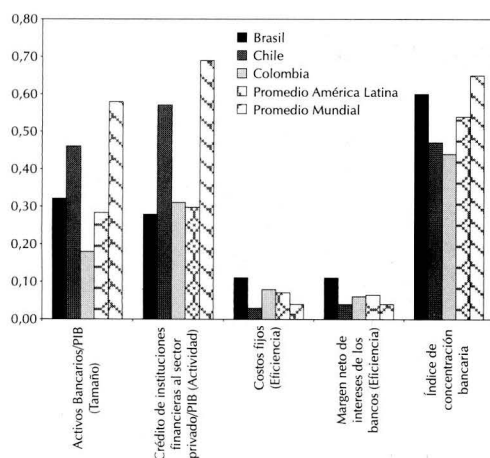
<sup>14</sup> Las provisiones sólo se aumentaron más adelante, en 1999, como una medida preventiva.

## C. El sector financiero y el mercado de capitales colombiano: aún muy atrasados

### 1. El sector financiero

A pesar del profundo proceso de liberalización llevado a cabo a principios de la década de los noventa descrito en la Sección anterior, las comparaciones internacionales disponibles sugieren que el sector financiero colombiano sigue siendo pequeño e ineficiente. Se observa que Colombia está por debajo del promedio de América Latina en 7 de las 8 variables consideradas en Demirguc-Kunt & Levine (1999), algunas de ellas ilustradas en el Gráfico 7<sup>15</sup>. Colombia está muy por debajo del promedio de América Latina y del mundo en *tamaño*, y en *actividad* es similar al promedio de América Latina pero la mitad del promedio mundial. Finalmente, tiene un sector financiero ineficiente según los dos indicadores del Gráfico.

**Gráfico 7. DESARROLLO DE LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS EN LOS NOVENTA**



Fuente: Demirguc-Kunt y Levine (1999) y cálculos de los autores.

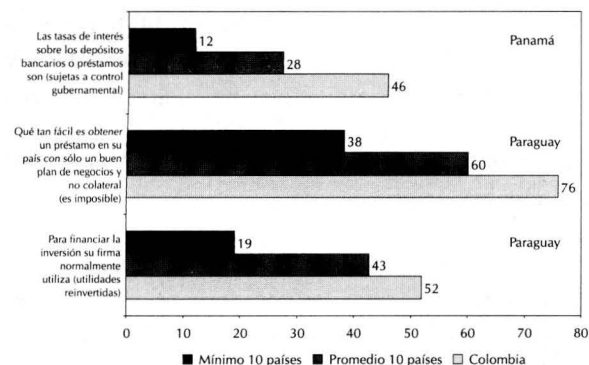
<sup>15</sup> Colombia se encuentra por debajo de Chile y de la media mundial en las 8 variables consideradas en el estudio, y por debajo de Brasil en 5 de ellas.

Los anteriores resultados cuantitativos concuerdan con los de una encuesta cualitativa reciente llevada a cabo por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y Fedesarrollo a 50-100 empresarios "representativos" en 10 países: Colombia, República Dominicana, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Uruguay, Jamaica, y Trinidad & Tobago. Las respuestas a cada una de las 7 preguntas reportadas en los Gráficos 8 y 9 van de 1 a 6, siendo 1 "peor" y 6 "mejor", y se reporta el porcentaje de respuestas "malas" (1+2) para Colombia, para el promedio y para el mejor entre los 10 países.

Las diferencias entre Colombia y el promedio de los 10 países considerados son muy amplias en el Gráfico 8, y sistemáticamente muestran al país en una posición desventajosa. Casi la mitad (46%) de los entrevistados afirman que en Colombia las tasas de interés de los depósitos bancarios o créditos están sujetos al control gubernamental, lo que contrasta con 28% en el país promedio y 12% de los encuestados en Panamá ("mejor" resultado, valor mínimo). En segundo lugar, parece que en Colombia es mucho más difícil obtener un préstamo cuando sólo se cuenta con un buen proyecto sin colateral (el mejor resultado lo obtiene Paraguay). Finalmente, más de la mitad de los encuestados considera que las firmas típicamente recurren a las utilidades retenidas como fuente central para su financiación (el mejor resultado lo obtiene Paraguay).

Las diferencias son menores para las preguntas 4 a 7 presentadas en el Gráfico 9, aunque los resultados son generalmente menos satisfactorios para Colombia: es más difícil el ingreso de nuevos bancos, es menor el nivel de sofisticación del sector financiero y es más complicado obtener préstamos en el mercado internacional de bonos. Únicamente en la pregunta 7, relacionada con la regulación bancaria, el país obtiene un resultado mejor que el promedio. Los valores mínimos se obtienen para Panamá, Paraguay y para Trinidad & Tobago.

**Gráfico 8. NIVEL DE SOFISTICACIÓN DEL SECTOR FINANCIERO, ENCUESTA CUALITATIVA**



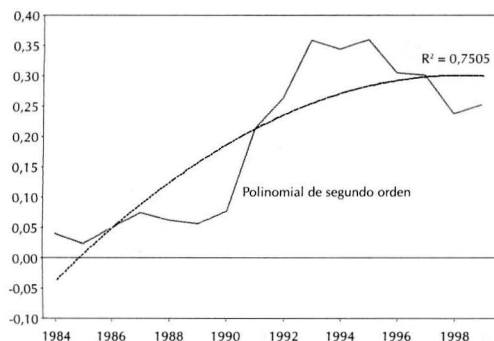
Nota: para 10 países: Colombia, República Dominicana, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Uruguay, Jamaica, Trinidad & Tobago.

Fuente: BID (2001) y cálculos de los autores.

## 2. Mercado de capitales

El tamaño del mercado de capitales relativo al de los intermediarios financieros permaneció estable durante los ochentas, aumentó rápidamente entre 1990 y 1995, especialmente en 1990-93, y ha venido cayendo desde esa fecha en adelante (Gráfico 10). La tendencia general observada en el largo plazo (la curva suavizada) es positiva pero muestra

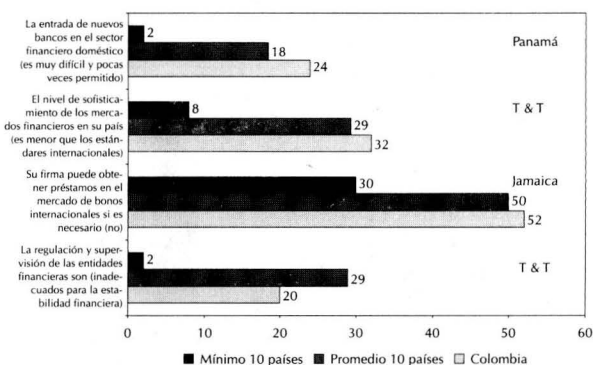
**Gráfico 10. TAMAÑO DE MERCADO DE CAPITAL/TAMAÑO DE LOS INTERMEDIARIOS\***



\* Tamaño = total activos/PIB.

Fuente: IFC, Superbancaria y cálculos de los autores.

**Gráfico 9. NIVEL DE SOFISTICACIÓN DEL SECTOR FINANCIERO, ENCUESTA CUALITATIVA**



Nota: para 10 países: Colombia, República Dominicana, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá, Paraguay, Uruguay, Jamaica, Trinidad & Tobago.

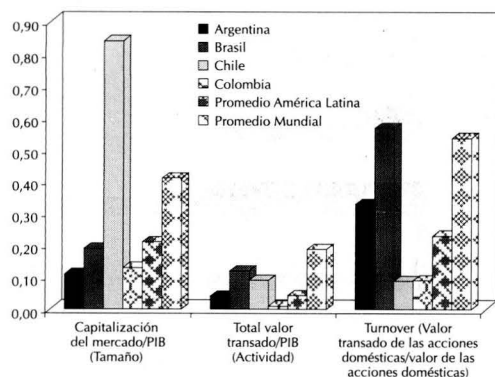
Fuente: BID (2001) y cálculos de los autores.

un dinamismo menor que en otros países como Chile (Gallego & Loayza, 2000)<sup>16</sup>.

Un mercado de capitales desarrollado puede contribuir a la estabilidad macroeconómica e incrementar el desempeño del conjunto del sistema financiero (Banco Mundial, 2001). A pesar del rápido desarrollo relativo durante los 90s, el mercado de capitales colombiano es sumamente precario (Arbeláez & Zuluaga, 2000). Como se observa en el Gráfico 11, el tamaño del mercado de capitales en Colombia es 1/8 del registrado en Chile e inferior al promedio Latinoamericano, y su actividad es minúscula en comparación con los países incluidos en la muestra. El mercado de capitales colombiano es pequeño incluso comparado con el sector financiero, razón por la cual Demirguc-Kunt (2000) clasifica a Colombia como un país subdesarrollado financieramente, orientado hacia el sector bancario (y no hacia el mercado de capitales) en términos relativos.

<sup>16</sup> Ver Gráfico 2.10.

## Gráfico 11. DESARROLLO DEL MERCADO DE CAPITALES EN LOS NOVENTA



Fuente: Demirguc-Kunt y Levine (1999) y cálculos de los autores.

### III. EVOLUCIÓN E IMPACTO DE LAS RESTRICCIONES FINANCIERAS EN COLOMBIA

En esta Sección se evalúa el impacto e importancia de las restricciones financieras en Colombia en el marco de la función de inversión desarrollado por Hubbard (1998) y Schiantarelli (1996). Estas restricciones deberían ser muy importantes dadas las fuertes asimetrías de información, los altos costos de monitoreo, las dificultades para obligar el cumplimiento de contratos y los grandes problemas de incentivos existentes cuando el sector financiero es débil.

Se explora también el impacto de la liberalización financiera de la primera parte de los noventa y de la crisis reciente sobre las restricciones financieras a la inversión. ¿Muestra la experiencia Colombiana los resultados positivos logrados con las reformas financieras de Chile, México o Indonesia? o los pobres resultados del Ecuador (ver más adelante)? Finalmente, se indaga en el trabajo si las firmas que pertenecen a conglomerados o que tienen alguna inversión extranjera enfrentan menores restricciones financieras.

La Sección III.A considera las características de la función de inversión que se utiliza en el análisis empírico, y discute el significado y relevancia de las pro-

xys alternativas a la luz de los hallazgos para Colombia. Las Secciones III.B y III.C discuten las fuentes y características de la información utilizada y la metodología econométrica, y las Secciones III.D y III.E presentan los principales hallazgos empíricos.

#### A. La función de inversión y los resultados principales

Como en Laeven (2000), se estima una ecuación de inversión derivada de las condiciones de primer orden para una firma que maximiza su valor en un ambiente de restricciones financieras. En el escenario propuesto por Gilchrist & Himmelberg (1998), con costos persistentes de ajuste cuadráticos (Love, 2000), y linearizando las funciones para la productividad marginal del capital y para los activos líquidos, se obtiene una función de inversión de la siguiente forma:

$$\frac{I_{it}}{K_{it}} = \beta_1 \frac{I_{it-1}}{K_{it-1}} + \beta_2 MPK_{it} + \beta_3 \frac{FIN_{it}}{K_{it}} + \beta_4 \frac{LEV_{it}}{K_{it}} + f_i + d_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

donde:

$i$ : firma

$t$ : año

$I$ : inversión (inversión bruta, cambio absoluto en  $K$ )

$K$ : stock de capital (maquinaria, planta y equipo)

$MPK$ : productividad marginal del capital

$FIN$ : proxy de liquidez

$LEV$ : apalancamiento

La relación entre las ventas y el capital ( $V/K$ ) puede utilizarse como proxy de la productividad marginal del capital ( $MPK$ ) cuando la función de producción es Cobb-Douglas (Gilchrist & Himmelberg, 1998). De otra parte, si bien la inversión rezagada no debería aparecer cuando los mercados de capital son perfectos, la evidencia empírica revela una alta persistencia en la inversión cuando las firmas toman de-

cisiones no revertibles (o con altos costos de reversion, Laeven, 2000). Finalmente, la tasa de interés no aparece en la función, pues se cancela en la derivación matemática para el marco teórico propuesto.

Existen diferencias con el marco propuesto por Modigliani & Miller (1958) donde el valor de la firma es independiente de su estructura financiera, con sustitución perfecta entre fondos externos e internos, y con decisiones de inversión que dependen exclusivamente de las utilidades esperadas. Las restricciones financieras pesan en la inversión, y los fondos internos y externos no son sustitutos perfectos cuando los mercados de capital son imperfectos, con asimetrías en la información, altos costos de monitoreo de contratos y problemas de incentivos. Por ello, es probable que las decisiones de inversión dependan en Colombia del valor de la firma y de la liquidez, especialmente en aquellas firmas que enfrentan altos costos de información: firmas pequeñas y nuevas, ubicadas en sectores de tecnología sofisticada, o que no pertenecen a conglomerados o a una compañía multinacional que les facilite liquidez.

Con base en los planteamientos anteriores puede plantearse que la inversión depende positivamente de las ventas ( $V/K$ ) proxy de la productividad marginal del capital ( $MPK$ ) y de la liquidez en la ecuación (1), pero no existe un signo esperado *a priori* para la deuda: la relación positiva que se obtiene en este trabajo (ver más adelante) se presenta cuando las firmas obtienen nuevos préstamos (se endeudan más) antes de invertir, o cuando la deuda del pasado sirve como señal de buen record crediticio. Este es el razonamiento utilizado por Harris, *et al.* (1994) para explicar el signo positivo que encuentran para las firmas grandes y para los conglomerados en Indonesia. No obstante, la mayoría de autores encuentran un signo negativo para esta relación, indicando que las firmas muy endeudadas no acceden fácilmente al crédito<sup>17</sup>.

Se utilizarán dos *proxies* alternativas para las variables financieras FIN: el *stock* de liquidez definido como activos corrientes - pasivos corrientes, y el flujo de caja o *cash-flow* definido como las utilidades operacionales. Los mejores resultados se obtienen para el *stock* de liquidez, sugiriendo con ello que las firmas que esperan una inversión alta en el futuro acumulan efectivo para utilizar cuando se presente la oportunidad. Las firmas acumularán efectivo sólo si esperan estar financieramente restringidas en el futuro pues tener efectivo es costoso (ofrece un rendimiento bajo). Nuestros resultados concuerdan con Love (2001), con los planteamientos de Greenwald & Stiglitz (1988) y con el concepto de "relajamiento financiero" (*financial slack*) desarrollado por Myers & Majluf (1984).

Pero no existe consenso en el campo. Hsiao & Tahmiscioglu (1997) y Hoshi, *et al.* (1990) por ejemplo, argumentan que ambas variables son importantes: la inversión es determinada por consideraciones de rentabilidad - flujo de caja en el largo plazo, y por la liquidez en el corto plazo<sup>18</sup>. Los resultados en Devereux & Schiantarelli (1989) y en Harris, *et al.* (1994) son contrarios a los nuestros.

También se busca evaluar el impacto de los productos cruzados de  $MPK$ , FIN y LEV con los índices macro de liberalización, *tamaño* y *actividad* presen-

---

<sup>17</sup> Una relación negativa entre la inversión y la deuda aparece en Gallego & Loayza, (2000), Devereux & Schiantarelli (1989) y en Jaramillo, Schiantarelli & Weiss (1996). También en Harris, Schiantarelli & Siregar (1994) para firmas pequeñas. Laeven (2001) no encuentra una relación significativa entre inversión y deuda en las firmas pequeñas.

<sup>18</sup> Sin embargo, su definición de flujo de caja (ingresos después de impuestos e intereses más depreciación) y liquidez (flujo de caja menos dividendos) son diferentes de las aquí utilizadas. Hoshi, *et al.* (1990) definen *cash flow* como ingreso después de impuestos más depreciación menos dividendos, y el *stock* de liquidez como papeles de corto plazo.



tados en la Sección II.B. Se encuentra que el desarrollo del sector financiero durante los noventa redujo las restricciones financieras enfrentadas por las firmas, y afectó de manera diferente a los conglomerados y a las firmas multinacionales con respecto a la firma promedio.

Nuestros resultados indican que las restricciones disminuyeron con el desarrollo financiero y con la liberalización, y coinciden parcialmente con otros estudios sobre el tema. En particular, la liberalización redujo las restricciones financieras para todas las firmas en Chile, y en México y Venezuela lo hizo para las firmas pequeñas<sup>19</sup>. Laeven (2001) encuentra resultados similares para firmas pequeñas en su muestra de 12 países. Nada similar sucedió en Ecuador, sin embargo, debido a que el crédito subsidiado para las firmas pequeñas desapareció con la liberalización (Jaramillo, Schiantarelli & Weiss, 1996).

Los resultados obtenidos con los índices de liberalización (Lora y Laeven) resultan mejores y más significativos que aquellos para el *tamaño* o la *actividad* del sector financiero. Ello es de esperar pues una reforma financiera exitosa tiene impacto sobre el monto del crédito y sobre su asignación: remueve los controles en la asignación, reduce la prima de riesgo para el financiamiento externo, disminuye las asimetrías de información entre prestatarios y prestamistas, promueve la eficiencia en el monitoreo a las empresas y facilita la reasignación de recursos entre firmas.

En términos más concretos, las reformas financieras permiten a los bancos fijar las tasas de interés, restringen el crédito dirigido de bancos oficiales a sec-

tores preferenciales, eliminan los límites al crédito y los préstamos forzados, reducen los encajes, mejoran los derechos de los acreedores, y estimulan el mercado de valores. Además, en América Latina las reformas financieras domésticas estuvieron acompañadas por la liberalización parcial de la cuenta de capitales.

Finalmente se analizaron los productos cruzados entre conglomerados y multinacionales con los índices de liberalización y desarrollo financiero. Se encuentra que estos grupos están menos restringidos financieramente y se vieron menos beneficiados por la liberalización. Hoshi, *et. al.* (1991), Schiantarelli & Sembenelli (1995), Cho (1995), y Hoshi, *et. al.* (1990) también encuentran interacciones importantes entre conglomerados y liberalización financiera.

## B. Los datos

Se utilizó información suministrada por la Superintendencia de Sociedades y la Superintendencia de Valores (desde 1995) en Colombia, con características similares a la base de datos utilizada por Jaramillo, *et. al.* (1996) para Ecuador. La *Superintendencia de Sociedades* contiene los balances y el PyG para 8.000 - 10.000 firmas que reportan cada año, 25% de ellas (con el 40% de las ventas) en el sector manufacturero. La base de datos de la Supervalores contiene los balances y PyG para cerca de 140 firmas "grandes"<sup>20</sup>, 42% de ellas (con 47% de las ventas totales en 1999) en el sector manufacturero. Se trabajó finalmente con un panel desbalanceado de 1.488 firmas<sup>21</sup>.

<sup>19</sup> Gallego & Loayza (2000), Gelos & Werner (1999) y Harris, Schiantarelli & Siregar (1994).

<sup>20</sup> Las ventas promedio en 1999 fueron 22 veces mayores para las firmas registradas en bolsa (Supervalores) que para las no registradas (Supersociedades).

<sup>21</sup> 1.972 firmas reportaron en algunos años de 1978-1999; 484 de ellas se eliminaron por falta de la información requerida en las regresiones de la Sección III.D.

La información sobre conglomerados proviene de un estudio especial adelantado por la Superintendencia de Sociedades (2000), en el cual se presenta la lista de 887 matrices y 1983 filiales existentes en el país en el año 2000; se identificaron los balances y PyG para la mayoría de las firmas manufactureras con las cuales se trabajó. También fue posible clasificar los diferentes "grupos" según su posesión o no de entidades financieras. La información sobre inversión extranjera proviene del censo efectuado por el Banco de la República en 1998. Sin embargo, no fue posible rastrear la historia de cada firma a través del tiempo y ello puede producir errores. En particular, una firma registrada como de conglomerado en el 2000 o como multinacional en 1998 aparecerá en esa categoría en los años anteriores, aunque ello no es necesariamente correcto<sup>22</sup>.

El Cuadro 1 muestra el peso relativo de conglomerados y de firmas con inversión extranjera directa (en 1999, los resultados no varían significativamente cuando se consideran otros años). Se observa que las firmas pertenecientes a conglomerados representan el 10,6% del total número de firmas y 36,9% de las ventas totales; aquellas con IED participan con el 16,4% en número de firmas y 45% en ventas<sup>23</sup>; el peso de las firmas pertenecientes a conglomerados con bancos es similar al de aquellas sin bancos. Finalmente, las firmas creadas antes de

**Cuadro 1. PESO RELATIVO EN VENTAS, DIFERENTES GRUPOS DE FIRMAS EN 1999**

	Número	Ventas
<b>Conglomerado vs no conglomerados</b>		
Conglomerado con banco	2,3	18,6
Conglomerado sin banco	8,3	18,2
No Conglomerado	89,4	63,1
Total (%)	100,0	100,0
<b>Firmas con inversión extranjera directa (IED)</b>		
	16,4	45,0
<b>Año de creación</b>		
antes de 1970	30,2	60,5
70s	25,8	14,0
80s	31,0	16,3
90s	13,0	9,2
Total	100,0	100,0

Fuente: Superintendencia de Sociedades y Supervalores, firmas con información en 1999.

1970 realizan más de la mitad de las ventas totales, mientras las creadas durante los noventa representan únicamente el 9,2%. La comparación entre el número de firmas y las ventas indica que las firmas pertenecientes a conglomerados, firmas con IED y firmas "viejas" son relativamente grandes.

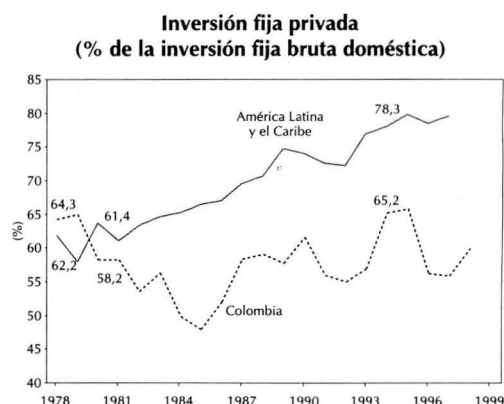
### 1. Evolución de las principales variables

A lo largo de las dos últimas décadas la inversión bruta en Colombia alcanzó los niveles máximos y mínimos en los años 1995 y 1999 (Gráfico 12), niveles también extremos frente a otros países Latinoamericanos. Contrario a lo que sucedió en los ochenta, la inestabilidad fue extremadamente alta en los

<sup>22</sup> Investigación adicional en el campo de los conglomerados podría dar algunas luces sobre la importancia de diferentes grupos a través del tiempo, pero no es fácil empatar la información de los pocos estudios disponibles. Ver Superintendencia de Sociedades (1978) y Fernández (1992). Sabemos un poco más en materia de inversión extranjera. La información de la Superintendencia de Sociedades revela que las 175 firmas que tienen algo de inversión extranjera en 1999 y no en 1995 representan 13,5% de las ventas de las 586 firmas con inversión extranjera en 1999. También desaparecen firmas con inversión extranjera, por supuesto: así, las ventas de las 77 firmas con inversión extranjera en 1995 y no en 1999 representan el 6,7% de las ventas de firmas con inversión extranjera en 1995.

<sup>23</sup> La información de la Superintendencia de Sociedades sobre el peso relativo de las firmas con inversión extranjera es relativamente consistente con la del Banco de la República- Superintendencia, con un peso relativo de 47,1% en 1999 para la manufactura. El peso relativo en otros sectores sería, en orden descendiente: energía, agua y gas (62,6%), Pesca (60,9%), Transporte (44,8%), Bancos y Actividades Financieras (33,2%), Alquileres y Servicios (28%), Comercio (26,3%), Agricultura (15%), Hotelería y Turismo (12,6%), Salud (11,9%) y Construcción (7%).

## Gráfico 12. FORMACIÓN BRUTA DE CAPITAL EN COLOMBIA Y AMÉRICA LATINA 1978-1999

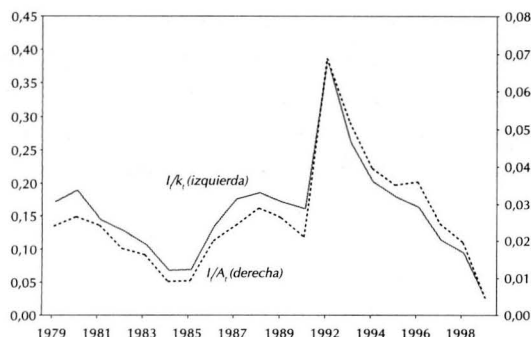


Fuente: Banco Mundial, World Development Indicators.

noventa<sup>24</sup>. La segunda parte del gráfico muestra, finalmente, que la participación del sector privado en la inversión ha aumentado paulatinamente en América Latina pero no en Colombia.

El Gráfico 13 muestra la evolución de la mediana de  $(I/K_t)$  y de  $(I/A_t)$ , donde  $K_t$  corresponde a planta y equipo, y  $A_t$  a activos totales; se hará referencia prin-

### Gráfico 13. INVERSIÓN EN MANUFACTURA (Mediana)



I: inversión en maquinaria y equipo; K: planta y equipo a final de año; A: activos totales a final de año; mediana para todas las firmas con información en cada año.

Fuente: cálculos de los autores con base en Superintendencia de Sociedades y Supervalores.

cialmente a las variables divididas por  $K_t$  utilizadas en el trabajo. El patrón no difiere mucho del observado en el gráfico anterior, excepto porque el pico ocurre en 1992 y no en 1994. El valor alcanzado en 1999 es inferior al de cualquier otro año en ambos Gráficos. El Gráfico 14 presenta la evolución de las ventas, la deuda, la liquidez (stock de liquidez, activo corriente -pasivo corriente) y las utilidades operacionales- flujo de caja para las firmas manufactureras que reportaron sus balances cada año<sup>25</sup>.

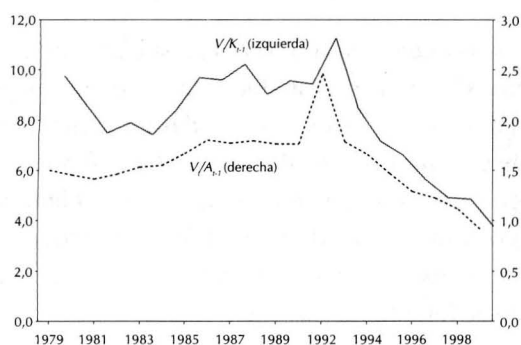
La variable ventas  $(\frac{V_t}{K_{t-1}})$  presentó una contracción entre 1979 y 1983 y luego aumentó en los siguientes años de la década, aceleró su crecimiento entre 1990 y 1992, y cayó año tras año a lo largo de los noventa. El patrón de  $\frac{V_t}{A_{t-1}}$  es relativamente similar, con un comportamiento más estable durante los ochenta.

<sup>24</sup> La desviación estándar de la inversión / PIB pasó de 0.93 en los ochentas a 4.09 en los noventas. El valor en los ochentas es menos de la mitad, y en los noventas es el doble que en Argentina, Brasil, Chile, Costa Rica, Ecuador o México.

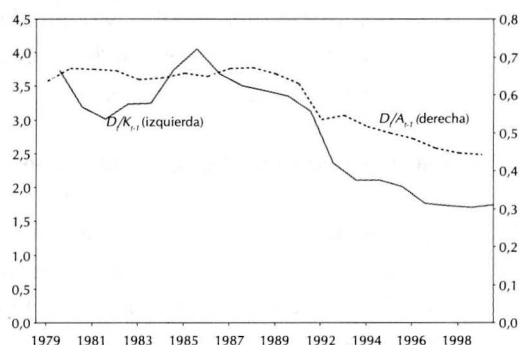
<sup>25</sup> El número de firmas consideradas cambia de 196 en 1979 a 474 en 1990. Aumenta muy rápidamente durante los siguientes años alcanzando 1672 en 1999.

## Gráfico 14. VENTAS, DEUDA, LIQUIDEZ Y FLUJO DE CAJA-UTILIDADES EN EL SECTOR MANUFACTURERO

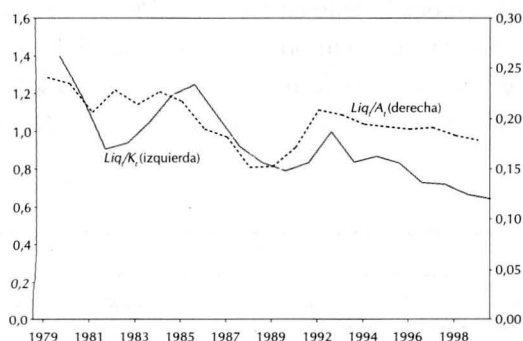
Ventas en manufactura, mediana



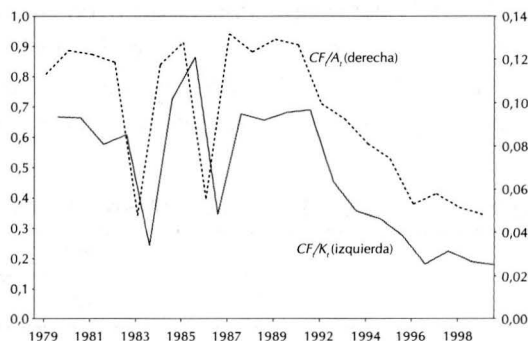
Deuda (pasivos totales) en manufactura, mediana



Liquidez (Liq) en manufactura, mediana



Utilidades operacionales (CF) en manufactura, mediana



I: inversión en maquinaria y equipo; K: planta y equipo a final de año; A: activos totales a final de año; mediana para todas las firmas con información en cada año.

Fuente: cálculos de los autores con base en Superintendencia de Sociedades y Supervalores.

La liquidez ha caído en el largo plazo, a pesar de los incrementos parciales de 1981-1985 y de 1990-1992 y se ha presentado una fuerte disminución en las utilidades operacionales - flujo de caja durante los noventa, con 1983 y 1986 como años negativos en los ochenta.

Finalmente, el nivel de deuda es mucho menor hoy que en el pasado. La disminución en  $\frac{D_t}{K_{t-1}}$  ha venido ocurriendo desde 1985 y fue particularmente marcada en 1990-1994. La caída en  $\frac{D_t}{A_{t-1}}$  ha sido menos notoria. Nuestros resultados no confirman, entonces, la idea según la cual el sector real se endeudó

masivamente durante los noventa, llevando al "desinflé de la burbuja" en 1998-2000. Más bien se muestra que los niveles de deuda cayeron durante los noventa. Sólo para una de las múltiples relaciones analizadas en el Anexo 1 (deuda con el sector financiero / ventas), sólo para la manufactura (no para el agregado) y sólo para las grandes firmas (no para la mediana) se observa un incremento en deuda<sup>26</sup>.

<sup>26</sup> 1.268 firmas consideradas cada año, 578 en el sector manufacturero. El grupo de firmas no concuerda exactamente con las del Gráfico 14.

Se tomaron en cuenta la evolución de los pasivos totales (columnas 1 a 4), así como aquellos con el sector financiero (columnas 5 a 8)<sup>27</sup>. Cada variable se dividió por planta y equipo, ventas, y por activos totales, y se calcularon tanto los promedios ponderados como la mediana para cada año.

## 2. Medianas para diferentes grupos de firmas

El Cuadro 2 presenta la mediana de las variables relevantes luego de eliminar datos extremos (ver Anexo 2) para las 900 y 1900 firmas que reportaron a la Superintendencia en 1992 y en 1999. Se observa que las ventas ( $V/K$ ) son mayores para las multinacionales, para las firmas pertenecientes a conglomerados y para las firmas "antiguas" creadas antes de 1970. Las multinacionales son más líquidas ( $Liq/K$ ) y aquellas que se crearon durante los ochenta son

menos líquidas que las demás. Finalmente, estaban más endeudadas ( $D/K$ ) en 1999 las firmas creadas durante los ochenta.

Las otras diferencias no son estadísticamente significativas, aunque las variables son en general mayores para las multinacionales: todas las variables en 1999 y la mayoría de ellas en 1992. Las firmas pertenecientes a conglomerados tienen mayor liquidez ( $Liq/K$ ) y menor deuda ( $D/K$ ). Por último, todas las variables excepto  $V/K$  son menores para las firmas creadas durante los noventa.

Todos los valores son más bajos en 1999 que en 1992, especialmente en el caso de  $I/K$ , un resultado consistente con la información provista en los Gráficos 13 y 14. Así, la relación 1999/1992 para  $I/K$  fue de solo 6% para conglomerados, 13% para no

**Cuadro 2. VALORES DE LA MEDIANA PARA 1992-1999**

	1992					1999				
	$I/K$	$V/K$	$CF/K$	$Liq/K$	$D/K$	$I/K$	$V/K$	$CF/K$	$Liq/K$	$D/K$
<b>Conglomerados</b>										
No-conglomerado	0,378	15.095 ***	0,493	0,882	2.764	0,052	3.772	0,099	0,501	2.076
Conglomerado	0,389	16.157	0,388	1,072	2.665	0,026	4.424	0,208	0,759	1.911
<b>Multinacionales</b>										
Sin IED	0,384	16.018	0,363	0,962	2.700	0,027	4.274 *	0,186	0,705 **	1.894
Con IED	0,392	15.998	0,578	1,280	2.585	0,035	4.867	0,220	0,849	2.029
<b>Año de creación</b>										
Antes de 1970	0,417	17.714	0,543	1,266	2.913	0,030	4.914 ***	0,215	0,910	1.930
70s	0,341	16.044	0,384	1,061	2.695	0,031	4.179	0,211	0,783	1.841
80s	0,341	10.746	0,286	0,575	2.316	0,025	4.074	0,188	0,677	2.000 **
90s	0,327	33.693	0,218	0,526	2.295	0,018	3.853	0,136 ***	0,485 ***	1.904 *

I: inversión; K: stock de planta, maquinaria y equipo al comienzo del año; V: ventas; CF: *cash-flow* (Utilidades operacionales); Liq: liquidez (activo corriente menos pasivo corriente); D: pasivo total.

\*\*\* significativo al 1%; \*\* significativo al 5%; \* significativo al 10%.

Metodología: los niveles de significancia se obtuvieron mediante una regresión entre la variable y las *dummies* para cada categoría; las *outliers* se retiraron anteriormente, siguiendo la regla descrita en el Anexo 1.

Fuente: Superintendencia de Sociedades, Superintendencia de Valores y cálculos de los autores.

<sup>27</sup> Los pasivos con el sector financiero representan aproximadamente el 25% de los pasivos totales en todos los sectores y cerca del 21% en el sector manufacturero. Los otros pasivos importantes son "proveedores" y "cuentas por pagar".

conglomerados, 9% para firmas con IED y 6% sin IED, y sólo 5% para las firmas creadas durante los noventa. Los "no-conglomerados" presentaron la caída más intensa en CF/K y Liq/K, y la contracción en D/K fue mayor para las firmas creadas antes de 1970 y durante los setenta.

### 3. Matriz de correlación

El Cuadro 3 muestra la correlación de spearman (*spearman rank*) entre las variables que se consideraron en las regresiones para las 17.400 observaciones incluidas en el panel desbalanceado que se utiliza en las siguientes secciones. La correlación para V/K y D/K es relativamente alta, superior a 70%. La correlación con las ventas (V/K) es similar para el *stock de liquidez* (Liq/K) y para el *flujo de caja*, y serán por tanto necesarios criterios adicionales para escoger entre ambas variables.

### C. Técnicas de estimación

Los modelos dinámicos de inversión considerados en la Sección III.A, pueden presentar problemas de endogeneidad, dado que la inversión y el *flujo de caja* o la *liquidez* pueden estar determinados simultáneamente, y además la inversión puede "causar" ventas futuras. De hecho, la mayoría de variables propias de la firma como la producción y el flujo de

caja son potencialmente endógenas al depender de los choques tecnológicos (Hayashi & Inoue 1982). El Método de Momentos Generalizados (GMM) sugerido por Arellano & Bond (1988) permite usar variables dependientes rezagadas, controlar por efectos individuales no observados y por endogeneidad de las variables explicativas. El método toma en cuenta la posibilidad de determinación simultánea y de causalidad inversa. El estimador GMM en diferencias utilizado prioritariamente en el documento puede trabajar con  $(y_{i,t-2}, y_{i,t-3}, \dots, y_{i1})$  y  $(x_{i,t-2}, x_{i,t-3}, \dots, x_{i1})$  instrumentos, aunque solo se utilizaron instrumentos rezagados hasta 4 períodos<sup>28</sup>.

Arellano & Bond (1988) sugieren una prueba de correlación de primer y segundo orden para confirmar la validez de los instrumentos, y la prueba de Sargan para detectar sobreidentificación en las restricciones. Al trabajar con primeras diferencias de las variables (como se hace en la parte central de este documento) se espera una alta correlación de primer orden por construcción, y solo la correlación de segundo orden indicará problemas de mala especificación (*misspecification*). Nuestra evidencia empírica sugiere que el estimador en diferencias arroja los "mejores" resultados, pero también se reportan en el Anexo del documento original los resultados "system" sugeridos por Arellano & Bover (1995) y los de mínimos cuadrados ordinarios, dados los problemas potenciales implícitos en cada metodología (Mairesse, *et. al.* 2000).

**Cuadro 3. CORRELACIONES DE RANGO**  
**Spearman**

	I/K	V/K	CF/K	Liq/K	D/K
I/K	1	-	-	-	-
V/K	0,26	1	-	-	-
CF/K	0,09	0,58	1	-	-
Liq/K	-0,07	0,59	0,52	1	-
D/K	-0,04	0,71	0,37	0,52	1

K: *stock* de capital al final del período.  
Fuente: Superintendencia Bancaria y Supervalores, aproximadamente 174 observaciones.

<sup>28</sup> No hay un aporte adicional de información considerable al rezagar más períodos y las pruebas sugeridas por los autores resultan más rigurosas al incluir menos instrumentos en la regresión. Los instrumentos serán válidos cuando el error no esté serialmente correlacionado (o por lo menos siga un proceso de promedio móvil de orden finito) y cuando las innovaciones futuras de la variable dependiente no afecten los valores actuales de las variables explicativas. Aunque pueden ser afectadas por realizaciones presentes y pasadas de la variable dependiente (conjuntamente endógenas). Ver Gallego & Loayza (2000).



## D. Resultados empíricos: restricciones financieras y liberalización

### 1. El modelo básico

En el Cuadro 4 se presentan los resultados para el modelo básico (Ecuación 1, Sección III.A) utilizando

el panel de datos desbalanceado para 1,488 de las 1,972 firmas listadas y no listadas con alguna información entre 1981 y 1999. Se usó el método de GMM en primeras diferencias, con  $\frac{I_t}{K_t}$  como la variable dependiente con uno y dos rezagos, y ventas, liquidez (o flujo de caja) y deuda como las variables independientes. El cuadro reporta las pruebas de

**Cuadro 4. EL MODELO BÁSICO**  
(Arellano y Bond, primeras diferencias, 2 rezagos)

Variable dependiente:  $\Delta I_t/K_t$

	(1)	(2)	(3)	(4)
$I_{t-1}/K_{t-1}$	-6,010E-05 (-2,46)	-6,500E-05 (-2,69) ***	-5,180E-05 (-2,23) ***	-5,540E-05 (-2,20) ***
$I_{t-2}/K_{t-2}$	1,127E-04 (5,69) ***	1,169E-04 (6,44) ***	1,131E-04 (5,99) ***	1,192E-04 (6,07) ***
$V_t/K_{t-1}$	0,030 (9,34) ***	0,033 (12,92) ***	0,034 (11,24) ***	0,030 (9,36) ***
$(Liq/K)_{t-1}$	0,051 (6,22) ***	0,054 (6,38) ***		0,055 (5,66) ***
$(CF/K)_{t-1}$			-0,005 (-0,23)	-0,025 (-1,17)
$(D/K)_{t-1}$	0,022 (2,61) ***		0,025 (3,00) ***	0,021 (2,62) ***
$D_{año}$	X	X	X	X
Número de observaciones	5377	5377	5377	5377
Número de firmas	1488	1488	1488	1488
Test de Wald de significancia (valores p)	733,9	733,76	786,7	798,51
Pruebas de especificación				
Test de Sargan	1,0	1,0	1,0	1,0
Correlación serial de primer orden	0,000	0,0001	0,000	0,0001
Correlación serial de segundo orden	0,285	0,2409	0,345	0,336

V: ventas; CF: cash-flow (Utilidades operacionales); Liq: liquidez (activo corriente- pasivo corriente); D: pasivo total; K corresponde a activos totales para maquinaria y equipo a final de año.

\*\*\* significativo al 1%; \*\* significativo al 5%; \* significativo al 10%.

Metodología: las outliers se retiraron anteriormente, siguiendo la regla descrita en Anexo 1; Errores estándar consistentes por heteroscedasticidad entre paréntesis; constante no reportada. El Test de Sargan fue calculado asumiendo errores homoscedásticos. El máximo número de rezagos permitido para las variables predeterminadas usadas como instrumentos fue 4.

Fuente: Superintendencia de Sociedades, Superintendencia de Valores y cálculos de los autores.

Wald y de Sargan (asumiendo que los errores son homocedásticos) y los valores  $p$  ( $p$  values) para la correlación serial de primer y segundo orden. Se utilizaron instrumentos rezagados hasta 4 períodos.

Se compararon los resultados para las dos definiciones alternativas de "liquidez", activos corrientes -pasivos corrientes (Liq en las columnas 1 y 2) y utilidades operacionales (flujo de caja o CF en la columna 3). Algunos trabajos disponibles en la literatura prefieren utilizar liquidez frente a flujo de caja bajo el argumento de que las ventas y el flujo de caja están altamente correlacionados, pero este no es un criterio adecuado de selección en nuestro caso (Cuadro 3). No hay consenso en la literatura teórica en este campo (p.22).

Se usó la relación entre ventas y stock de capital al principio del año  $\frac{V_t}{K_{t-1}}$  y, tras considerar diferentes estructuras de rezagos, se usaron valores rezagados un período (es decir, comienzo de cada período) para liquidez, flujo de caja y deuda  $\frac{Liq_{t-1}}{K_{t-1}}, \frac{CF_{t-1}}{K_{t-1}},$  y  $\frac{D_{t-1}}{K_{t-1}}$ . La correlación serial de segundo orden no resultó problemática en las regresiones, y la prueba de Sargan sugiere que las restricciones usadas son válidas. Formalmente, este test no rechaza la hipótesis nula de sobreidentificación válida de las restricciones.

Los resultados señalan que la inversión depende positiva y significativamente de la inversión rezagada (la suma de los coeficientes de  $I_{t-1}$  e  $I_{t-2}$  es mayor a cero) y también positivamente de las ventas, la liquidez y la deuda. Igualmente, como se observa en las columnas (1) y (2) del cuadro, los resultados para ventas y liquidez son robustos frente a la inclusión o no de la deuda.

El *stock* de liquidez arroja "mejores" resultados que el *flujo de caja*. Se usaron las variables por separado en las columnas (2) y (3), y en forma conjunta en la

columna (4). La liquidez resultó altamente significativa y con el signo positivo esperado, pero el flujo de caja no resultó significativo y arrojó el signo contrario. Dado lo anterior, en las siguientes Secciones se utiliza la especificación de la columna (1) como el "mejor" modelo. Se corrió la misma regresión de la columna (1) con logaritmos para todas las variables con signos y significancia estadística similar y se obtuvieron elasticidades de 1,3 para las ventas, de 0,15 para el *stock* de liquidez y de 0,35 para la deuda. Los coeficientes *beta estandarizados* son 9,3 para las ventas, 6,2 para la liquidez y 2,6 para la deuda. Los estimadores de "sistema" (system estimators en Arellano & Bover, 1995), reportados en el apéndice del trabajo original, son muy similares a los del Cuadro 4, con excepción del signo negativo y significativo de la deuda  $(D/K)_{t-1}$ . Sin embargo, el signo de esta variable vuelve a ser positivo cuando se incluyen variables adicionales en las siguientes Secciones. Los estimadores OLS también mostraron cambios en los coeficientes de  $(D/K)_{t-1}$ , y las utilidades operacionales - flujo de caja arrojaron mejores resultados que el *stock* de liquidez.

## 2. El impacto del desarrollo financiero y las reformas

En el Cuadro 5 se presentan los productos cruzados con los índices macro de desarrollo financiero (Sección II.B). Los resultados para ventas y liquidez son enteramente consistentes con los obtenidos en la Sección anterior, pero el coeficiente de  $(D/K)_{t-1}$  no es significativo ahora. Los productos cruzados indican que las restricciones financieras y de endeudamiento se redujeron con la liberalización financiera<sup>29</sup>.

<sup>29</sup> Más rigurosamente se debería hablar de una restricción de liquidez y una prima de deuda. Es importante recordar que el coeficiente de deuda positivo sugiere que las firmas endeudadas obtienen crédito más fácilmente debido a su buen historial bancario.

**Cuadro 5. ¿HUBO REDUCCION DE LAS RESTRICCIONES CON LA LIBERALIZACIÓN Y EL CRÉDITO? (Arellano y Bond, primeras diferencias, 2 rezagos)**

Variable dependiente :It/Kt

	(1)	(2)	(3)	(4)
$I_{t-1}/K_{t-1}$	-4,27E-06 (-0,20)	-5,87E-06 (-0,27)	2,96E-05 (1,28)	1,63E-05 (0,70)
$I_{t-2}/K_{t-2}$	1,13E-04 (7,19) ***	1,19E-04 (7,48) ***	1,34E-04 (7,37) ***	1,27E-04 (7,98) ***
$V_t/K_{t-1}$	0,043 (12,70) ***	0,043 (12,69) ***	0,041 (12,12) ***	0,039 (11,68) ***
$(Liq/K)_{t-1}$	0,048 (6,05) ***	0,048 (6,07) ***	0,050 (6,07) ***	0,051 (6,29) ***
$Liq_{t-1}/K_{t-1}$ *Fin_tamaño	-0,068 (-5,24) ***			
$Liq_{t-1}/K_{t-1}$ *Fin_Actividad		-0,098 (-4,96) ***		
$Liq_{t-1}/K_{t-1}$ *Fin_Liberalización (Lora)			-0,046 (-5,47) ***	
$Liq_{t-1}/K_{t-1}$ *Fin_Liberalización (Laeven)				-0,007 (-5,25) ***
$(D/K)_{t-1}$	0,005 (0,65)	0,005 (0,62)	0,009 (1,07)	0,012 (1,49)
$D/K_t$ *Fin_tamaño	-0,204 (-9,85) ***			
$D/K_t$ *Fin_Actividad		-0,301 (-10,13) ***		
$D/K_t$ *Fin_Liberalización (Lora)			0,137 (-8,32) ***	
$D/K_t$ *Fin_Liberalización (Laeven)				-0,020 (-7,78) ***
D_año	X	X	X	X
Número de observaciones	5377	5377	5377	5377
Número de firmas	1488	1488	1488	1488
Test de Wald	1223,6	1221,1	662,2	2699,41
Pruebas de Especificación (valores p)				
Test de Sargan	1,00	1,0	1,0	1,0
Correlación serial de primer orden	0,0000	0,0000	0,0001	0,0001
Correlación serial de segundo orden	0,7369	0,7261	0,5825	0,3254

V: ventas; CF: flujo de caja (utilidades operacionales); Liq: stock de liquidez (activo corriente-pasivo corriente); D:deuda total ;Kt corresponde a maquinaria, planta y equipo al final del período; Fin\_tamaño: activos totales del sistema financiero/PIB; Fin\_actividad: stock de crédito concedido por el sector financiero al sector privado/PIB; Fin\_liberalización: Lora & Barrera (1997) o Laeven (2001). \*\*\* significativo al 1%; \*\* significativo al 5%; \* significativo al 10% .

Metodología: outliers excluidos (Anexo 1); coeficientes "t" para errores estandar corregidos por heteroscedasticidad en paréntesis. El test de sargan se calculó asumiendo errores homoscedásticos; 4 rezagos como número máximo para las variables predeterminadas utilizadas como instrumentos.

Fuente: Superintendencia de Sociedades, Superintendencia de Valores y cálculos de los autores.

Aunque los resultados para las cuatro variables financieras utilizadas son muy similares, los índices de liberalización financiera resultan más adecuados que el crédito (*actividad*) o el valor de los activos (*tamaño*) en las siguientes Secciones, algo de esperar a la luz de la discusión de la Sección III.A. Se corrieron regresiones con el *tamaño* y la *actividad* para el mercado de capitales, con los pobres resultados que cabría esperar dado el precario desarrollo de ese sector en Colombia. Las pruebas de Wald, Sargan y de correlación serial de segundo orden son satisfactorias. Los resultados con los métodos de *system estimator* y OLS son consistentes para buena parte de las variables y  $(D/K)_{t-1}$  resulta nuevamente significativa (como en el Cuadro 4). Los productos cruzados de deuda y las variables macrofinancieras resultan significativos para los estimadores de sistema y también para OLS con los indicadores de Lora y Lora y Laeven (pero no para *tamaño* o la *actividad* en este último caso).

El tamaño de los coeficientes en el Cuadro 5 indica, de otra parte, que la liberalización financiera tuvo un impacto importante, aún mayor para los índices de liberalización (Lora y Laeven) que para el *tamaño* o la *actividad*. Así, los coeficientes obtenidos indican que la restricción financiera decreció 70% (Lora, columna 3) y 52% (Laeven, columna 4) durante los episodios de liberalización que tuvieron lugar entre 1990 y 1997<sup>30</sup>. La caída es menor, pero también importante cuando se considera el *tamaño* (30,9%) o la *actividad* (22,8%). Los estimadores de sistema

indican que las restricciones financieras cayeron 56% (Lora), 41% (Laeven), 16,3% (*tamaño*) y 26% (*actividad*).

### 3. La crisis de 1998-1999

La liberalización y el desarrollo financiero redujeron las restricciones de las firmas, y en esta sección se explora si esas restricciones volvieron a aumentar durante la profunda crisis financiera de 1998-1999 (Sección II.B.3). En el Cuadro 6 se agrega al modelo básico los productos cruzados,  $\frac{Liq_{t-1}}{K_t} \cdot D_{98-99}$  y  $\frac{D_t}{K_t} \cdot D_{98-99}$  donde  $D_{98-99}$  es una variable *dummy* que toma el valor de 1 durante esos dos años. Consistentemente con lo esperado los coeficientes resultaron positivos y significativos, sugiriendo que las restricciones financieras aumentaron durante los dos años de crisis.

Los resultados que incluyen la liberalización financiera (columna 1) resultan muy similares a los de la columna 2 (*actividad*). Los resultados para la inversión rezagada, las ventas y la liquidez son consistentes con los obtenidos en Secciones previas, y también lo son los productos cruzados. La única diferencia importante es que  $\frac{D_{t-1}}{K_{t-1}}$  no resultó significativa. El tamaño de los coeficientes indica, de otra parte, que las restricciones financieras crecieron 54% en 1998-1999, con resultados casi idénticos para el índice de Laeven y para la *actividad* en las columnas 1 y 2<sup>31</sup>.

Los resultados de estimadores de sistema son consistentes en la mayoría de los casos y  $(D/K)_{t-1}$  resulta nuevamente significativa (como en el Cuadro 4). Los resultados de OLS son menos satisfactorios, particularmente en relación a los productos cruzados con la liquidez.

<sup>30</sup> Los resultados de la columna 4 (Laeven) indican que la restricción de liquidez cambia desde 0,0511 a 0,02432, una reducción de 52,4%;  $0,0511 + 4 \cdot (-0,0067) = 0,02432$ . El índice de Laeven cambió 4 unidades entre 1990 (2) y 1997 (6). Para los demás cálculos se utiliza el cambio de *tamaño* de 0,22 puntos (0,384 en 1990 y 0,606 en 1997), 0,112 puntos en *actividad* (0,264 en 1990, 0,376 en 1997) y 0,744 puntos en el índice de liberalización de Lora (0,203 en 1990, 0,947 en 1997). Ver Gráficos 1 y 2.

<sup>31</sup> En la columna 2 se calcula el nuevo coeficiente como  $0,0426 + 0,0232$ ; en la columna 1 como  $0,0454 + 0,0249$ .

**Cuadro 6. 1998-1999**  
(Arellano y Bond, primeras diferencias, 2 rezagos)

Variable Dependiente: $\Delta \ln K_t$	(1)	(2)
$\Delta \ln K_{t-1}$	-1,56E-05 (-0,56)	-3,16E-05 (-1,12)
$\Delta \ln K_{t-2}$	1,34E-04 (2,99)***	1,26E-04 (2,42)***
$\Delta \ln V_{t-1}$	0,042 (11,91)***	0,045 (12,77)***
$(\Delta \ln Liq/K)_{t-1}$	0,045 (5,77)***	0,043 (5,61)***
$\Delta \ln Liq_{t-1} / K_{t-1} \cdot \text{Fin\_Actividad}$		-0,083 (-4,41)***
$\Delta \ln Liq_{t-1} / K_{t-1} \cdot \text{Fin\_Liberalización (Laeven)}$	-0,006 (-4,90)***	
$\Delta \ln Liq_{t-1} / K_{t-1} \cdot D_{-98-99}$	0,025 (2,86)***	0,023 (2,67)***
$(\Delta \ln D/K)_{t-1}$	0,006 (0,81)	0,001 (0,09)
$\Delta \ln D_t / K_t \cdot \text{Fin\_Actividad}$		-0,299 (-10,15)***
$\Delta \ln D_t / K_t \cdot \text{Fin\_Liberalización (Laeven)}$	-0,020 (-7,83)***	
$\Delta \ln D_t / K_t \cdot D_{-98-99}$	0,030 (3,43)***	0,022 (2,65)***
$D_{-año}$	X	X
Número de observaciones	5377	5377
Número de firmas	1488	1488
Test de Wald	827,85	903,51
Pruebas de Especificación (valores p)		
Test de Sargan	1,0	1,0
Correlación serial de primer orden	0,0001	0,0000
Correlación serial de segundo orden	0,1838	0,5349

V: ventas; CF: flujo de caja (utilidades operacionales); Liq: stock de liquidez (activo corriente - pasivo corriente); D: deuda total;  $K_t$  corresponde a maquinaria, planta y equipo al final del período; Fin\_tamaño: activos totales del sistema financiero/PIB; Fin\_actividad: stock de crédito concedido por el sector financiero al sector privado/PIB; Fin\_liberalización: Laeven (2001);  $D_{-98-99}$ : 1 cuando el año es 1998 o 1999.  
\*\*\* significativo al 1%; \*\* significativo al 5%; \* significativo al 10%.

Metodología: outliers excluidos (Anexo 1); coeficientes "t" para errores estandar corregidos por heteroscedasticidad en paréntesis.  
El test de sargan se calculó asumiendo errores homoscedásticos; 4 rezagos como número máximo para las variables predeterminadas utilizadas como instrumentos.  
Fuente: Superintendencia Bancaria, Supervalores y cálculos de los autores.

## E. Resultados empíricos: conglomerados y multinacionales

### 1. Conglomerados

El Cuadro 7 muestra los resultados que surgen de agregar el efecto de los conglomerados al modelo básico. Su utilizó la variable *dummy*  $D_{conglom}$  con un valor de 1 cuando la firma pertenece a un conglomerado en el 2000 (Sección III.B) con productos cruzados entre las variables y la *dummy*. Nuevamente, en las regresiones se tomó en cuenta uno de los dos índices de liberalización (el de de Laeven 2000) y el indicador de *actividad* (no el de tamaño). Los comentarios siguientes se basan en la columna 1, aquella con "mejores" resultados. Nuevamente, el índice de liberalización captura más adecuadamente el impacto de las variables financieras que la cantidad de crédito-*actividad*.

Los coeficientes y los niveles de significancia de la inversión rezagada, las ventas y la liquidez, así como los productos cruzados entre liquidez y liberalización financiera, son similares a los obtenidos en las Secciones previas. El coeficiente de  $\frac{D}{K_{t-1}}$  tuvo el signo positivo correcto, pero no resultó significativo.

La evidencia indica que los conglomerados se enfrentan a menores restricciones financieras y de deuda, pues los coeficientes de  $\frac{Liq_{t-1}}{K_t} \cdot D_{conglom}$  y  $\frac{D_{t-1}}{K_t} \cdot D_{conglom}$  son negativos y significativos. También sugiere que los conglomerados se vieron menos beneficiados por la liberalización financiera, dado que los productos cruzados triples son positivos y significativos. El tamaño de los coeficientes indica que la firma que pertenece a un conglomerado se encuentra 53% (columna 1) o 19% (columna 2) menos restringida financieramente que la firma sin conglomerado.

**Cuadro 7. CONGLOMERADOS**  
(Arellano y Bond, primeras diferencias, 2 rezagos)

Variable Dependiente: $It/K_t$	(1)	(2)
$I_{t-1}/K_{t-1}$	6,3200E-06 (0,28)	-7,21E-06 (-0,34)
$I_{t-2}/K_{t-2}$	1,2580E-04 (8,00)***	1,19E-04 (7,02)***
$V_t/K_{t-1}$	0,042 (12,02)***	0,043 (12,57)***
$(Liq/K)_t$	0,051 (6,40)***	0,047 (5,96)***
$Liq_{t-1}/K_{t-1} * Fin\_Actividad$		-0,069 (-1,36)
$Liq_{t-1}/K_{t-1} * Fin\_Liberalización (Laeven)$	-0,011 (-3,42)***	
$Liq_{t-1}/K_{t-1} * D\_Conglom$	-0,027 (-2,62)***	-0,009 (-0,21)
$Liq_{t-1}/K_{t-1} * Fin\_Liberalización * D\_Conglom$	0,009 (2,44)***	
$Liq_{t-1}/K_{t-1} * Fin\_actividad * D\_Conglom$		-0,006 (-0,04)
$(D/K)_{t-1}$	0,009 (1,06)	0,005 (0,67)
$D_t/K_t * Fin\_Liberalización (Laeven)$	-0,033 (-3,58)***	
$D_t/K_t * Fin\_actividad$		-0,363 (-3,90)***
$D_t/K_t * D\_Conglom$	-0,071 (-9,60)***	-0,006 (-0,15)
$D_t/K_t * Fin\_Liberalización * D\_Conglom$	0,026 (2,71)***	
$D_t/K_t * Fin\_actividad * D\_Conglom$		0,088 (0,61)
D_año	X	X
Número de Observaciones	5377	5377
Número de firmas	1488	1488
Test de Wald	810,67	1302,17
Pruebas de Especificación (valores p)		
Test de Sargan	1,0	1,0
Correlación serial de primer orden	0,0001	0,0000
Correlación serial de segundo orden	0,8564	0,6323

V: ventas; CF: flujo de caja (utilidades operacionales); Liq: stock de liquidez (activo corriente - pasivo corriente); D: deuda total;  $K_t$  corresponde a maquinaria, planta y equipo al final del período Fin\_tamaño: activos totales del sistema financiero/PIB; Fin\_actividad: stock de crédito concedido por el sector financiero al sector privado/PIB; Fin\_liberalización: Laeven (2001); D\_conglom: 1 cuando la firma pertenece a un conglomerado en Superintendencia Bancaria (2000).

\*\*\* significativo al 1%; \*\* significativo al 5%; \* significativo al 10.

Metodología: outliers excluidos (Anexo 1); coeficientes "t" para errores estandar corregidos por heteroscedasticidad en paréntesis.

El test de sargan se calculó asumiendo errores homoscedásticos; 4 rezagos como número máximo para las variables predeterminadas utilizadas como instrumentos.

Fuente: Superintendencia Bancaria, Supervalores y cálculos de los autores Conglomerados en Superintendencia Bancaria (2000).

Las pruebas de Wald y Sargan resultan satisfactorias: el grupo de variables incluidas explica el comportamiento de la inversión y las restricciones no están sobre-identificadas. Tampoco se se puede rechazar la hipótesis nula de no existencia de correlación serial de segundo orden. Finalmente, los resultados bajo los métodos de estimador de sistema y de OLS presentados en el apéndice del trabajo original resultan enteramente consistentes.

## 2. Las finanzas de los conglomerados y la inversión de sus firmas

Resulta relevante para este trabajo preguntarse si las finanzas del conglomerado como un todo afectan la inversión de las firmas del grupo. En otras palabras, invierten más las firmas del conglomerado cuando éste es más líquido o se encuentra más endeudado? Para responder a esta pregunta se calcularon la liquidez y la deuda (pasivos totales) de cada uno de los 14 conglomerados reportados por *Dinero* en 1998 (Cuadro 8), considerando tanto las firmas en manufactura como en los demás sectores<sup>32</sup>. Dos de los 14 grupos, el Sindicato Antioqueño y Bavaria, representan casi la mitad del total de firmas y cerca de 60% de las ventas en 1998.

Los resultados se presentan en Cuadro 9 para el modelo básico del Cuadro 4, adicionando la liquidez y la deuda para todo el conglomerado  $(\frac{Liq_{t-1}}{K_{t-1}})_{conglom}$  y  $(\frac{D_{t-1}}{K_{t-1}})_{conglom}$ . Se observa que la firma invierte más cuando la liquidez de todo el conglomerado aumenta, pero los valores no son significativos para la deuda. Estos hallazgos son enteramente consistentes con los de la Sección anterior, sugiriendo nueva-

<sup>32</sup> Se eliminaron las firmas que no tenían información sobre liquidez y deuda para todos los años del período 1978-1999, con lo cual se excluyeron 6 de los 20 grupos considerados por *Dinero*.



Cuadro 8. CONGLOMERADOS CONSIDERADOS Y NÚMERO DE FIRMAS

Conglomerados	Número firmas	Ventas 1998 (%)
Sindicato Antioqueño	67	31,2
Bavaria	36	27,3
Ardila	26	13,1
Sanford	19	5,8
Chaid Neme Hermanos S.A.	11	0,7
Mundial	9	3,8
Corona	9	2,1
El Tiempo	8	1,5
Haime	7	1,6
Aval	7	0,9
Olimpica	5	5,3
Coca Cola	3	3,8
Cafetero	3	1,7
Lloreda	2	1,1
<b>Total</b>	<b>212</b>	<b>100,0</b>

Fuente: Superintendencia de Sociedades (2000), Superintendencia de Sociedades, Supervalores y cálculo de los autores.

mente que las firmas de conglomerado enfrentan menores restricciones financieras.

3. Inversión extranjera directa

El tema no se ha tratado extensamente en la literatura, aunque suele asumirse que las filiales domésticas de compañías multinacionales pueden utilizar recursos financieros de la casa matriz. En esta Sección se corrobora dicha hipótesis, con resultados similares a los obtenidos para los conglomerados. Se construyó una variable dummy  $D_{-ied}$  que toma el valor 1 cuando la firma tiene alguna inversión extranjera en 1998. Nuevamente, concentramos nuestros comentarios en los resultados de la columna 1 (índice de Laeven) pues resultan más adecuados que los de la columna 2 (actividad).

El coeficiente de  $\frac{Liq_t}{K_t}.D_{-ied}$  resultó negativo y significativo al 1% como se observa en el Cuadro 10, y los coeficientes de los productos triples  $\frac{Liq_{t-1}}{K_{t-1}}.Fin\_li$

Cuadro 9. ¿LAS FIRMAS INVIERTEN CUANDO EL RESTO DEL CONGLOMERADO AUMENTA SU LIQUIDEZ O DEUDA? (Arellano y Bond, primeras diferencias, 2 rezagos)

Variable dependiente: It/Kt		
$(I_{t,T}/K_{t,T})_i$	-0,003	-0,010
	(-0,07)	(-0,20)
$(I_{t-2,T}/K_{t-2,T})_i$	-0,012	-0,014
	(-0,37)	(-0,43)
$(V_t/K_t)_i$	0,036	0,035
	(5,05)***	(4,76)***
$(Liq_{t,T}/K_{t,T})_i$	0,054	0,046
	(3,11)***	(2,90)***
$(Liq_{t,T}/K_{t,T})_{conglom}$		0,000
		(2,10)***
$(D_t/K_t)_i$	0,054	0,052
	(3,47)***	(3,45)***
$(D_t/K_t)_{conglom}$		-8,85E-07
		(-0,02)
D_año	X	X
Número de observaciones	588	588
Número de firmas	94	94
Test de Wald	206,82	260,31
Pruebas de especificación (valores p)		
Test de Sargan	0,91	0,92
Correlación serial de primer orden	-4,11	-4,11
Correlación serial de segundo orden	0,15	0,35

i: cada firma; conglom: todas las firmas en ese conglomerado.  
\*\*\* significativo al 1%; \*\* significativo al 5%; \* significativo al 10%.  
Metodología: la información para la liquidez y las ventas del conglomerado se obtiene como la suma de dichas variables para todas las firmas de ese conglomerado.  
Fuente: *Dinero*, 20 grandes conglomerados en Colombia.

beralización. $D_{-ied}$  y  $\frac{D_t}{K_t}.Fin\_liberalización.D_{-ied}$  fueron positivos y altamente significativos. Esto sugiere que las filiales domésticas se enfrentan a menores restricciones financieras que la firma promedio, pero también se beneficiaron menos de la liberalización financiera. El tamaño de los coeficientes indica, de otra parte, que la firma con alguna inversión extranjera enfrenta restricciones de liquidez 46% menores que aquellas que no la tienen. Finalmente, los resultados obtenidos para los estimadores de sistema y para OLS no resultan satisfactorios. Los coeficientes para  $\frac{Liq_{t-1}}{K_{t-1}}.D_{-ied}$  y  $\frac{Liq_{t-1}}{K_{t-1}}.Fin\_liberalización.D_{-ied}$  tienen el signo equivocado y son significativos en la mayoría de los casos.

**Cuadro 10. INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA  
(Arellano y Bond, primeras diferencias, 2 rezagos)**

Variable Dependiente:It/Kt	(1)	(2)
$I_{t-1}/K_{t-1}$	3,14E-05 (1,23)	4,24E-06 (0,19)
$I_{t-2}/K_{t-2}$	1,34E-04 (7,66)***	1,20E-04 (7,29)***
$V_t/K_{t-1}$	0,041 (12,52)***	0,043 (12,91)***
$(Liq/K)_{t-1}$	0,052 (6,30)***	0,047 (5,97)***
$Liq_{t-1}/K_{t-1}$ *Fin_Actividad		-0,109 (-4,71)***
$Liq_{t-1}/K_{t-1}$ *Fin_Liberalización (Laeven)	-0,008 (-5,52)***	
$Liq_{t-1}/K_{t-1}$ *D_ied	-0,024 (-1,85)	0,005 (0,11)
$Liq_{t-1}/K_{t-1}$ *Fin_actividad*D_ied		0,032 (0,25)
$Liq_{t-1}/K_{t-1}$ *Fin_Liberalización*D_ied	0,009 (2,97)***	
$(D/K)_{t-1}$	0,012 (1,46)	0,006 (0,71)
$D_t/K_t$ *Fin_actividad		-0,337 (-8,82)***
$D_t/K_t$ *Fin_Liberalización (Laeven)	-0,023 (-7,55)***	
$D_t/K_t$ *D_ied	-0,007 (-7,14)***	-0,001 (-0,04)
$D_t/K_t$ *Fin_actividad*D_ied		0,135 (1,15)
$D_t/K_t$ *Fin_Liberalización*D_ied	0,024 (5,36)***	
D_año	X	X
Número de observaciones	5377	5377
Número de firmas	1488	1488
Test de Wald	748,38	1341,16
Pruebas de Especificación (valores p)		
Test de Sargan	1,0	1,0
Correlación serial de primer orden	0,0001	0,0000
Correlación serial de segundo orden	0,3504	0,6383

V: ventas; CF: flujo de caja (utilidades operacionales); Liq: *stock* de liquidez (activo corriente - pasivo corriente); D:deuda total ;K: corresponde a maquinaria, planta y equipo al final del período Fin\_tamaño: activos totales del sistema financiero/PIB; Fin\_actividad: *stock* de crédito concedido por el sector financiero al sector privado/PIB; Fin\_liberalización: Laeven (2001); D\_ied: 1 cuando la firma tiene alguna inversión extranjera directa en 1998.

\*\*\* significativo al 1%; \*\* significativo al 5%; \* significativo al 10%.

Metodología: *outliers* excluidos (Anexo 1); coeficientes "t" para errores estándar corregidos por heteroscedasticidad en paréntesis.

El test de sargan se calculó asumiendo errores homoscedásticos; 4 rezagos como número máximo para las variables predeterminadas utilizadas como instrumentos.

Fuente: Superintendencia Bancaria, Supervalores y cálculos de los autores Información de IED en Banco de la República.

## IV. CONCLUSIONES

Las restricciones financieras juegan un papel fundamental en la inversión en economías desarrolladas donde el sector financiero es fuerte y diversificado, y tendrían que jugar un papel aún mayor en países con un sector financiero atrasado. En este trabajo se muestra, en efecto, que en Colombia las firmas se ven fuertemente limitadas por la disponibilidad de recursos externos. El proceso de liberalización de los noventa disminuyó los requisitos de liquidez y de deuda para inversión, pero éstos volvieron a aumentar durante la crisis reciente de 1998-1999.

No se encontró una relación importante entre utilidades - flujo de caja e inversión, pero en cambio sí se halló que las firmas acumulan *stocks* de liquidez antes de invertir. De otra parte los índices de liberalización parecen captar más fielmente el impacto del desarrollo del sector financiero que el crédito, un resultado esperado pues la reforma financiera efectiva no solo incrementa el crédito; reduce los controles a la asignación por el mercado, lleva a un mayor acceso al crédito, y reduce las primas pagadas sobre el financiamiento externo a la firma. También reduce las asimetrías de información entre prestatarios y prestamistas y facilita la redistribución de recursos entre firmas.

La evidencia señala que las firmas pertenecientes a conglomerados y multinacionales están menos restringidas financieramente. El conglomerado es una organización parcialmente diseñada para enfrentar problemas de información y de cumplimiento de contratos, y las firmas del conglomerado cuentan con los recursos financieros del conglomerado como un todo. La inversión de las firmas del conglomerado será más estable cuando existe alta inestabilidad en los montos de crédito disponibles, pero el conglomerado también puede realizar inversiones poco rentables al contar con un "exceso" de recursos finan-

cieros. Las firmas multinacionales, de otra parte, pueden recurrir a los recursos de la casa matriz e invertir más fácilmente cuando así lo deseen. Se en-

contró que las firmas de conglomerados y las multinacionales se beneficiaron menos con la liberalización financiera en Colombia.

## BIBLIOGRAFÍA

- Alesina, A., A. Carrasquilla & R. Steiner (2000), "The Central Bank in Colombia", *Working Paper*, Fedesarrollo.
- Arbeláez, M.A. & S.Zuluaga (2000), "El Mercado de Capitales en Colombia: evolución reciente y las Firmas Comisionistas" (mimeo).
- Arellano, M. & S. Bond (1988), "Dynamic Panel Data Estimation Using Dpd. -a Guide for Users", *Working Paper* 88/15, Institute for Fiscal Studies.
- Arellano, M. & O. Bover (1995), "Another Look at the Instrumental Variable Estimation of Error-Components Models", *Journal of Econometrics*, v.68, pp.29-51.
- Auerbach, A.J. & K. Hassett (1991), "Tax Policy and Business Fixed Investment in the United States", pp.44
- Barajas, A., R. Steiner & N. Salazar (1999), "Foreign Investment in Colombia's Financial Sector", *International Monetary Fund Working Paper*: WP/99/150, IMF.
- Bernanke, B. (1983), "Non-Monetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation Of the Great Depression", *American Economic Review*, pp.257-276.
- Bond, S., J. Elston, J. Mairesse & B. Mulkay (1997), "Financial Factors and Investment in Belgium, France, Germany and the UK: A comparison using Company Panel Data", *NBER Working Paper* 5900,
- Calomiris, C. & G. Hubbard, (1995), "Internal Finance and Investment: Evidence from the Undistributed Profits Tax of 1936-37", *Journal of Business*, v.68, pp.443-482.
- Calvo, G.A., L. Leiderman, & C. Reinhart (1995), "Capital Inflows to Latin America with Reference to the Asian Experience", in S. Edwards (Ed.), *Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy*. Cambridge: Cambridge University Press.
- (2000), "Balance-of-Payments Crises in Emerging Markets: Large Capital Inflows y Sovereign Governments", in P. Krugman (Ed.), *Currency Crises*, (pp. 71-105). Chicago, National Bureau of Economic Research - The University of Chicago Press.
- Carrasquilla, A. & M. A. Arbeláez (2000), "La Política Financiera entre 1998 y el 2000: su impacto sobre las entidades de crédito", *Documento CEDE 2000-09*, Universidad de los Yes.
- , & J.P. Zarate (1997), *Reforma del Sector Financiero en Colombia: ¿Dónde Estamos?* En Anonymous, *XV Simposio del Mercado de Capitales*.
- Cho, Y. D. (1995), "Financial Factors and Corporate Investment: A Microeconomic Analysis of Manufacturing Firms in Korea", *DPhil Thesis*, University of Oxford.
- Corbo, V., & L. Hernández (2000), "Private Capital Inflows and the Role of Economic Fundamentals", in F. Larraín (Ed.), *Capital Flows, Capital Controls, and Currency Crises*, (pp. 83-102). Ann Arbor, The University of Michigan Press
- De Gregorio, J. & J.-W. Lee (2001), "Economic Growth in Latin America: Sources and Prospects", (mimeo), Paper presented for the Global Development Network.
- Demirgüç-Kunt, A. & R. Levine (1996), "Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts", *World Bank Economic Review*, v.10, pp.291-321.
- (1999), "Bank Based and Market Based Financial Systems: Cross Country Comparisons", *Working Paper* 2143, v. World Bank.
- Devereux, M. & F. Schiantarelli (1989), "Investment, Financial Factors and Cash Flow: Evidence from UK Panel Data", *National Bureau of Economic Research*.
- Dunning, J.H. & J.R. Dilyard (1999), "Towards a General Paradigm of Foreign Direct and Foreign Portfolio Investment", *Transnational Corporations*, v.8, pp.1-52.
- Easterly, W., R. Islam, & J. Stiglitz (2001), "Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility", en B. Pleskovic & J. Stiglitz (Eds.), *Annual Bank Conference on Development Economics 2000*, Washington, D.C., World Bank.
- Echavarría, J.J. & F. Tenjo (1993), "Inversión, liquidez y fuentes de financiación en la industria colombiana", *Coyuntura Económica*, v.13, pp.103-134.
- & S. Zuluaga (2001), "Multinacionales, Exportaciones y Aprendizaje en la Industria Colombiana", (mimeo).
- Echeverry, J.C. & N. Salazar (1999), "Hay un estancamiento en la oferta de crédito?", *Archivos de Macroeconomía*, v.118,
- Edwards, S. (1995), Poverty, income distribution, and human resources. In S. Edwards (Ed.), *Crisis and reform in Latin America*. (pp. 252-292). Washington: Banco Mundial.
- Fazzari, S.M., R. G. Hubbard & B.C. Petersen (1988), "Financing Constraints and Corporate Investment", *Brookings Papers on Economic Activity*, v.1, pp.141-195.
- Fischer, S. (1988), International Reserves. In R. Dornbusch (Ed.), *The Open Economy. Tools for Policymakers in Developing Countries*. (pp. 108-127). Oxford: Oxford University Press.

- Gallego, F. & N. Loayza (2000), "Financial structure in Chile: macroeconomic effects", (*mimeo*), Central Bank of Chile.
- Gelos, G. R. & A. M. Werner (1999), "Financial Liberalization, Credit Constraints, and Collateral: Investment in the Mexican Manufacturing Sector", (*mimeo*), International Monetary Fund.
- Gertler, M. & G. Hubbard (1988), "Financial Factors in Business Fluctuations", *National Bureau of Economic Research Working Paper* 2758.
- Gilchrist, S. & C. Himmelberg (1998), "Investment, Fundamentals and Finance", *National Bureau of Economic Research Working Paper*: 6652.
- Greenwald, B. & J.E. Stiglitz (1988), "Financial Market Imperfections and Business Cycles", *NBER Working Paper*, v.2494.
- Harris, J. R., F. Schiantarelli & M.G. Siregar (1994), "The Effect of Financial Liberalization on the Capital Structure and Investment Decisions of Indonesian Manufacturing Establishments", *World Bank Economic Review*, v.8, pp.17-47.
- Hart, O. (1995), *Firms, Contracts, and Financial Structure*. London: Oxford University Press.
- Hayashi, F. & T. Inoue (1982), "The Relationship between Firm Growth and Q with Multiple Capital Goods: Theory and Evidence from Panel Data on Japanese Firms", *Econometrica*, v.56,
- Hernández, A. & J. Tolosa (2001), "La Política Monetaria en Colombia en la Segunda Mitad de los Años Noventa", *Borradores de Economía*, v.172,
- Hommes, R. (1987), Reforma Financiera. En M. Avella (Ed.), *Evolución Crisis y Reforma del Sistema Financiero Colombiano*. (pp. 183-215). Centro de Investigaciones para el Desarrollo, Universidad Nacional.
- Hoshi, T., A. Kashyap & D. Scharfstein (1991), "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence From Japanese Industrial Groups", *The Quarterly Journal of Economics*, pp.33-60.
- \_\_\_\_ (1990), *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*. Chicago: The University of Chicago Press.
- Hsiao, C. & A.-K. Tahmiscioglu (1997), "A Panel Analysis of Liquidity Constraints and Firm Investment", *Journal of the American Statistical Association*, v.92, pp.455-465.
- Hubbard, G. (1998), "Capital market imperfections and investment", *Journal of Economic Literature*, v.36, pp.193-225.
- Hubbard, G., A. Kashyap & T.M. Whited (1995), "International Finance and Firm Investment", *Journal of Money, Credit, and Banking*, v.27, pp.683-701.
- Jaramillo, F., F. Schiantarelli & A. Weiss (1996), "Capital market imperfections before and after financial liberalization: and Euler equation approach to panel data for Ecuadorian firms", *Journal of Development Economics*, v.51, pp.367-386.
- Kindleberger, C.P. (1978), *Manias, Panics and Crashes*. New York: Basic Books.
- King, R.G. & R. Levine (1993), "Finance, Entrepreneurship y Growth", *Journal of Monetary Economics*, v.32, pp.513-542.
- \_\_\_\_ (2001), "Finance y Growth: Schumpeter Might be Right", *Quarterly Journal of Economics*, v.108, pp.717-737.
- La Porta, R., F. López de Silanes, A. Shleifer & R.W. Vishny (1997), "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, v.52, pp.1131-1150.
- Laeven, L. (2001), "Financial Liberalization y Financing Constraints: Evidence from Panel Data on Emerging Economies", (*mimeo*), World Bank.
- Lamont, O. (1996), "Cash Flow and Investment: Evidence from Internal Capital Markets", *National Bureau of Economic Research Working Paper* 5499.
- Levine, R., N. Loayza & T. Beck (2000), "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Journal of Monetary Economics*, v.46, pp.31-77x.
- Lora, E. & F. Barrera (1997), "A Decade of Structural Reform in Latin America: Measurement and Growth Effects", *Policy Discussion Paper*, Inter American Development Bank.
- Love, I. (2001), "Financial Development and Financing Constraints: International Evidence from the Structural Investment Model", (*mimeo*), Columbia University.
- Mairesse, J., B. Hall & B. Mulkay (2000), "Firm-Level Investment in France and the United States: An Exploration of What We Have Learned in Twenty Years", *Working Paper* 7437, National Bureau of Economic Research.
- Mayer, C. (1990), Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development. En G. Hubbard (Ed.), *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*. (pp. 307-332). Chicago: The University of Chicago Press.
- Montes, F. (2001), An Overview of Colombia's Banking Crisis: 1982-1988. En Anonymous, *Background Paper for the 1989 World Development Report* (reviewed version).
- Morley, S.A., J.J. Machado & J.J. Pettinato (1999), "Indexes of Structural Reform in Latin America", *World Bank*.
- Myers, S. & N. Majluf (1984), "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have", *Journal of Financial Economics*, pp.187-221.

- Nickell, S.J. (1978), *The Investment Decisions of Firms*. Oxford: Cambridge University Press.
- Schiantarelli, F. (1996), "Financial constraints and investment: methodological issues and international evidence", *Oxford Review of Economic Policy*, v.12, pp.70-89.
- Schiantarelli, F. & A. Sembenelli (1995), "For of Ownership and Financial Constraints: Panel Data Evidence from Leverage and Investment Equations", (*mimeo*), Boston College.
- Schumpeter, J. (1934), *The Theory of Economic Development*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Seth, R., D.E. Nolle & S.K. Mohanty (1998), "Do Banks Follow Their Customers Abroad?", *Financial Markets, Institutions and Instruments*, v.7, pp.1-25.
- Summers, L.H. (1981), "Taxation and Corporation Investment: a Q-Theory Approach", *Brookings Papers on Economic Activity*, v.1, pp.67-127.
- Superintendencia de Sociedades (1978), *Los Conglomerados de Sociedades en Colombia*, Bogotá.
- \_\_\_\_ (2000), "Análisis de los Estados Financieros Consolidados de los Grupos Empresariales y Situaciones de Control 2000", (*mimeo*).
- Tybout, J. (1983), "Credit Rationing and Investment Behaviour in a Developing Country", *Review of Economics and Statistics*, v.65, pp.598-607.
- Whited, T. M. (1998), "Why Do Investment Euler Equations Fail?", *Journal of Business and Economic Statistics*, v.16, pp.478-488.
- \_\_\_\_ (2001), "Debt, Liquidity Constraints, and Corporate Investment: Evidence from Panel Data", *Journal of Finance*, v.47, pp.1425-1460.



# Anexo 1. LA EVOLUCIÓN DE LA DEUDA 1990-1999

	Pasivos totales/planta y equipo				Pasivos con el sector financiero/planta y equipo			
	Promedio ponderado		Mediana		Promedio ponderado		Mediana	
	Todos los sectores	Manufactura	Todos los sectores	Manufactura	Todos los sectores	Manufactura	Todos los sectores	Manufactura
1990	214,6	280,5	434,3	371,2	-	-	-	-
1992	230,0	234,9	355,2	276,1	103,2	100,6	83,9	96,8
1993	220,3	217,2	330,9	246,6	100,7	103,2	76,0	84,2
1994	207,5	198,6	290,8	235,1	79,2	91,5	71,2	81,4
1995	212,7	188,7	269,8	220,2	82,9	89,1	75,7	85,5
1996	167,6	174,7	244,3	197,5	83,6	85,1	75,0	78,7
1997	189,6	185,4	252,2	196,1	98,9	87,6	71,8	78,3
1998	181,3	172,8	226,1	196,4	95,1	82,9	63,4	70,0
1999	201,0	175,1	244,1	198,3	99,3	78,7	59,2	66,5

	Pasivos totales/ventas				Pasivos con el sector financiero/ventas			
	Promedio ponderado		Mediana		Promedio ponderado		Mediana	
	Todos los sectores	Manufactura	Todos los sectores	Manufactura	Todos los sectores	Manufactura	Todos los sectores	Manufactura
1990	77,0	46,3	47,2	44,7	-	-	-	-
1992	63,2	41,1	41,2	38,0	28,3	17,6	10,9	13,8
1993	57,7	39,0	40,7	37,9	26,4	18,5	11,3	12,7
1994	53,0	38,3	38,2	36,7	20,3	17,6	11,4	14,6
1995	55,8	40,3	42,4	39,4	21,8	19,0	12,6	15,2
1996	44,5	41,5	40,7	39,3	22,2	20,2	13,9	16,8
1997	45,2	44,8	44,4	42,2	23,6	21,1	13,9	16,5
1998	45,6	44,9	44,9	42,1	23,9	21,5	12,1	15,6
1999	55,8	53,6	52,1	47,7	27,6	24,1	12,8	16,5

	Pasivos totales/activos totales				Pasivos con el sector financiero/activos totales			
	Promedio ponderado		Mediana		Promedio ponderado		Mediana	
	Todos los sectores	Manufactura	Todos los sectores	Manufactura	Todos los sectores	Manufactura	Todos los sectores	Manufactura
1990	55,0	45,2	49,9	48,3	-	-	-	-
1992	58,1	51,1	57,1	53,6	26,0	21,9	15,4	19,5
1993	54,1	49,0	53,5	51,1	24,8	23,3	15,2	19,5
1994	46,3	41,3	48,3	45,6	17,7	19,0	13,4	17,4
1995	44,5	41,6	47,0	44,3	17,3	19,6	15,0	18,0
1996	36,7	40,4	44,1	41,9	18,3	19,7	14,4	17,1
1997	35,6	40,9	41,8	38,8	18,6	19,3	13,3	15,1
1998	36,1	40,5	41,5	38,1	18,9	19,5	11,7	14,7
1999	38,6	42,7	41,7	39,7	19,1	19,2	10,8	13,9

Fuentes: Superintendencia de Sociedades, Superintendencia Bancaria y cálculos de los autores; 1.268 firmas en todos los sectores, 572 en manufactura.

## Anexo 2. CRITERIOS DE ELIMINACIÓN

---

Para seleccionar el criterio de eliminación se siguió a Laeven (2001). Se eliminaron las firmas pertenecientes al 5% superior. Se eliminaron:

Firmas que operan en el sector financiero

Todas las firmas con un valor de cero o negativo para el *stock* de capital (propiedad, planta y equipo)

Todas las firmas con  $I/K > 1,57$  (95% percentil superior)

Todas las firmas con  $V/K > 51,8$  (95% percentil superior)

Todas las firmas con  $CF/K > 4,48$  (95% percentil superior), CF definido como utilidades operacionales

Todas las firmas con  $Liq/K > 12,8$  (95% percentil superior), Liq definido como activo corriente - pasivo corriente

Todas las firmas con  $D/K > 21,8$  (95% percentil superior), D definido como deuda total

---

# Impacto de corto y largo plazo del régimen de inversión de las aseguradoras colombianas

---

*María Angélica Arbeláez R.<sup>1</sup>*

*Sandra Zuluaga M.*

*Andrés Mauricio Velasco M.*

## I. INTRODUCCIÓN

El sector asegurador es un importante generador de recursos de ahorro institucional que ha promovido el desarrollo del mercado de capitales alrededor del mundo y ha canalizado inversión hacia los sectores industrial, financiero y constructor principalmente. En Colombia hasta la década de los ochenta las compañías de seguros aportaban más del 60% de los recursos movilizados por inversionistas institucionales. En los años noventa, si bien los fondos de pensiones y cesantías se han convertido en los mayores generadores de este tipo de recursos, el sector asegurador canalizó un monto de inversión promedio cercano a 2% del PIB (poco más de 3 billones de pesos en 2000).

No obstante, el papel que juegue el sector asegurador como inversionista institucional está determinado en buena parte por la regulación que enfrente

en materia de inversiones, así como por el nivel de desarrollo del mercado de capitales y por las condiciones específicas de la economía.

La regulación sobre inversiones se justifica para garantizar la solidez y la solvencia de las compañías de seguros y, por lo tanto, su capacidad de respuesta ante los asegurados. Este es un objetivo central en cualquier economía para preservar la confianza en las entidades financieras y garantizar el crecimiento del sector asegurador, en particular. Si bien estos principios son internacionalmente aceptados, la regulación en los distintos países se mueve dentro de un amplio espectro delimitado por un mayor o menor grado de flexibilidad.

El objetivo de este estudio es analizar el régimen de inversiones que se aplica en Colombia para las compañías aseguradoras, con un énfasis particular en la reforma que se introdujo recientemente mediante el decreto 94 de 2000. Este análisis se aborda desde tres perspectivas. Por una parte, se hace un breve recuento de la evolución de la legislación en esta materia tratando de identificar los principios que la han regido. Por otra parte, se hace una comparación

---

<sup>1</sup> Investigadora Asociada, Investigadora y Asistente de Investigación de Fedesarrollo, respectivamente. Este trabajo se realizó con la valiosa colaboración de Camila Aguilar y German Arango. El modelo y las simulaciones presentadas en la sección V.E fueron desarrollados por María Angélica Arbeláez y Andrés Velasco.

con las legislaciones de inversión de un grupo amplio de países. Por último, en la medida en que el nuevo régimen exige un proceso de adecuación de las compañías, se trata de identificar los principales efectos que tendrá este régimen sobre su desempeño.

Adicionalmente, con el fin de poner en contexto la reforma, el análisis se complementa con una breve descripción del desempeño reciente del sector y, en particular, de sus inversiones.

El documento se compone de cinco capítulos, además de esta introducción. En el segundo capítulo se describe el desempeño reciente de la industria aseguradora en Colombia. El tercer capítulo contiene el análisis de las tendencias internacionales en materia de regulación de inversiones para el sector asegurador, las principales características de la legislación colombiana en esta materia y una comparación internacional. El capítulo concluye con una evaluación de los aspectos positivos y negativos que se derivan del nuevo régimen de inversión aplicado en Colombia.

En el capítulo IV se describe el comportamiento de las inversiones de las compañías aseguradoras colombianas, tratando de identificar los posibles costos que se derivan del proceso de ajuste contemplado en la legislación.

Finalmente, en el capítulo V se analiza el impacto de la regulación para las inversiones sobre el desempeño de las compañías de seguros, en particular en aspectos como el manejo óptimo del portafolio, la rentabilidad, el manejo del riesgo, así como en la orientación de los recursos de ahorro que éstas generan hacia actividades eminentemente financieras. En este capítulo se hace una estimación del impacto de la regulación de inversiones para el caso colombiano, de acuerdo con la metodología de Markowitz. A través de esta metodología se pueden cuantificar

los efectos de las restricciones establecidos en la regulación mediante el decreto 94 de 2000 sobre el manejo de portafolio de las compañías de seguros y sobre su rentabilidad. En el capítulo VI se presentan algunas conclusiones.

## **II. LA INDUSTRIA ASEGURADORA EN COLOMBIA**

### **A. La industria aseguradora como inversionista institucional**

Los inversionistas institucionales son los intermediarios financieros que tienen como función principal captar ahorro de largo plazo del público y conformar un volumen grande de recursos para invertir principalmente en el mercado de capitales, con lo cual podrán retornar a los ahorradores el beneficio esperado de su ahorro. Este tipo de ahorro se denomina contractual, pues está basado en un compromiso de ahorrar periódicamente una suma determinada para recibir en el mediano o largo plazo un beneficio.

Con base en esta definición de ahorro, los inversionistas institucionales son las compañías de seguros y capitalización, los fondos de pensiones y cesantías, los fondos de valores, los fondos de inversión y los fondos mutuos de inversión, si bien hay otros intermediarios financieros que movilizan importantes sumas de dinero en el mercado de capitales.

Las reformas económicas llevados a cabo a comienzos de la década de los noventa permitieron un crecimiento sin precedentes del ahorro contractual en Colombia. En particular, las reformas adoptadas en los campos laboral, financiero y de seguridad social contribuyeron de manera importante al incremento del ahorro contractual a través de la creación de los fondos de pensiones y cesantías y de los fondos de inversión extranjera.

Tradicionalmente el sector asegurador ha sido el mayor generador de ahorro contractual. Sin embargo en los últimos años su contribución ha ido cayendo a medida que ha aumentado la de los fondos de pensiones y cesantías. En efecto, de acuerdo con los cálculos de Lora y Salazar (1996), en Colombia el ahorro contractual pasó de representar 1,85% del PIB en 1975 a 14% del PIB en 1994, con una aceleración del crecimiento de esta variable a partir de 1990. A mediados de los setenta el sector asegurador aportaba casi 81% de los recursos de ahorro contractual. Esta contribución fue disminuyendo durante los años ochenta y en 1994 llegó a 11,3%, debido a la diversificación de fuentes de ahorro institucional que se generaron con las reformas económicas de comienzos de los noventa.

En los años recientes esta tendencia se ha acentuado. El ahorro contractual generado por el sector asegurador ha sido superado con creces por el que canalizan los fondos de pensiones y cesantías (Cuadro 1). No obstante, es de esperar que esta tendencia se revierta en unos años cuando empiecen a pensio- narse los afiliados al sistema privado, lo cual se traducirá en un crecimiento de las rentas vitalicias administradas por las aseguradoras y en una nueva afluencia de recursos de ahorro institucional a este tipo de entidades.

El papel de los inversionistas institucionales paulatinamente se ha tornado más dinámico con efectos importantes sobre las economías. Existe una amplia evidencia empírica de su gran contribución al desarrollo del mercado de capitales, derivada de la intensificación de la competencia en el sistema financiero<sup>2</sup>. El desarrollo de nuevas fuentes de financia-

**Cuadro 1. RECURSOS DE AHORRO CONTRAC- TUAL (Millones de pesos)**

	Sector asegurador	Fondos de cesantías	Fondos de pensiones obligatorios	Fondos de pensiones voluntarios
1991	336.511	-	-	-
1992	476.593	84.021	-	-
1993	628.765	228.058	-	-
1994	854.634	351.238	28.676	-
1995	1.048.051	495.040	262.731	37.581
1996	1.391.385	693.543	806.465	75.036
1997	1.722.509	935.622	1.768.767	145.177
1998	2.119.284	1.230.929	3.253.167	474.788
1999	2.543.702	1.584.378	5.409.776	822.339
2000	3.080.747	1.831.990	7.990.306	1.486.497
% del PIB				
1991	1.1	-	-	-
1992	1.2	0.2	-	-
1993	1.2	0.4	-	-
1994	1.3	0.5	0.0	-
1995	1.2	0.6	0.3	0.0
1996	1.4	0.7	0.8	0.1
1997	1.4	0.8	1.5	0.1
1998	1.5	0.9	2.3	0.3
1999	1.7	1.0	3.6	0.5
2000	1.8	1.1	4.6	0.9

Fuente: Cálculos con base en datos Superintendencia Bancaria.

ción, originado en el crecimiento de intermediarios institucionales no financieros, ha conducido además a una mayor eficiencia en el mercado financiero tradicional. En particular, el crecimiento de los prés- tamos de las compañías aseguradoras al sector real ha sido un factor que ha contribuido a aumentar la competencia a los créditos bancarios a nivel interna- cional, ampliando asimismo las opciones de recur- sos para el sector real.

Adicionalmente, el desarrollo de los inversionistas institucionales acompañado de una demanda diná- mica de activos financieros incentiva la emisión de acciones por parte del sector real, incrementando por esta vía las fuentes de financiamiento de las fir- mas, además de las opciones en el mercado de ca- pitales.

Igualmente, este tipo de inversionistas ha jugado un papel cada vez más activo en el "corporate go-

<sup>2</sup> Véase Vittas (1998). Este estudio se concentra en el efecto del crecimiento de los inversionistas institucionales en el mercado de capitales de países como Chile, Argentina y Estados Unidos.

vernance" o gobierno corporativo. En la medida en que van adquiriendo participaciones importantes en firmas, y que el precio de las acciones o su desempeño tiene un efecto en sus balances, los inversionistas se involucran cada vez más en la toma de decisiones y procuran ejercer un mayor control sobre el manejo de la firma.

Pero es importante resaltar que los mencionados efectos no sólo se derivan del crecimiento de los inversionistas institucionales y de su desarrollo, sino también de los profundos cambios que han sufrido sus políticas de inversión. Este ha sido el caso de la regulación sobre inversiones aplicada a las compañías aseguradoras en Estados Unidos, donde este grupo de instituciones participa con un porcentaje importante de los activos financieros del país.

En contraste, algunos estudios han comprobado que los efectos de los inversionistas institucionales sobre el sector financiero en un sentido amplio y sobre el sector real han sido menos intensos en países en desarrollo, lo cual se atribuye a los esquemas regulatorios que esos países adoptan para las inversiones. En general, éstos tienen una orientación más marcada hacia la regulación basada en las restricciones cuantitativas, que hacia las normas de persona prudente, como se verá más adelante.

### B. Tamaño y desempeño reciente de la industria

Si bien Colombia está dentro del grupo de países de América Latina en los que la industria aseguradora tiene un tamaño importante, el crecimiento del sector se ha visto claramente afectado por el pobre desempeño que la economía ha mostrado durante los últimos años.

El tamaño del sector asegurador en Colombia, medido por el volumen de primas sobre PIB, se ha mantenido durante la segunda mitad de los noventa

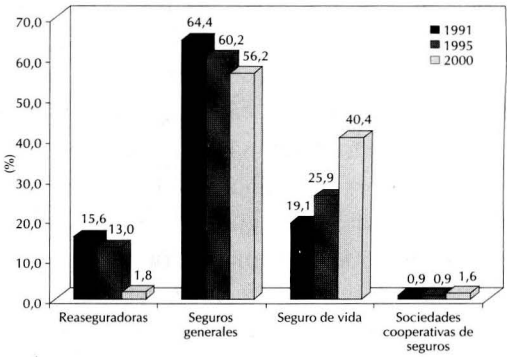
alrededor de 2% del PIB, nivel similar al de Brasil, Argentina y México. No obstante, las primas en dólares pasaron de crecer casi 13% en 1997 a decrecer casi 4% en 1998 y 9% en 1999<sup>3</sup>.

Durante los noventa se ha dado una recomposición de la industria a favor de los ramos relacionados con vida. En efecto, mientras la participación de los seguros generales en los activos del sector pasó de 65% en 1991 a 56% en 2000, el sector de seguros de vida pasó de 19% a 40% en el mismo período de tiempo (Gráfico 1).

Esta tendencia se explica en buena medida por el impacto que las reformas laboral y de seguridad social, emprendidas a comienzos de la década, tuvieron en el acceso de las compañías de seguros a nuevos negocios como seguros previsionales, riesgos profesionales y pensiones.

No obstante, el sector asegurador, al igual que el resto de sectores productivos, se ha visto afectado fundamentalmente por el profundo deterioro que la actividad económica viene mostrando desde 1998<sup>4</sup>.

**Gráfico 1. PARTICIPACIÓN POR TIPO DE ENTIDAD EN ACTIVOS TOTALES**



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos de los autores.

<sup>4</sup> Calculado con base en información de FIDES.



Si bien en Colombia los indicadores de rentabilidad de la industria aseguradora han sufrido un marcado deterioro desde 1997, este resultado no puede atribuirse únicamente al deterioro de la actividad productiva (Gráfico 2). La obligación de valorar activos a precios de mercado, prevista en la Resolución 200 de 1995, y varios procesos de escisión que se dieron en aseguradoras pertenecientes a grupos económicos, también influyeron en la caída de los

indicadores de rentabilidad. En efecto, al discriminar entre empresas pertenecientes a grupos económicos y el resto, se observa un deterioro más pronunciado en la rentabilidad de las primeras<sup>5</sup>.

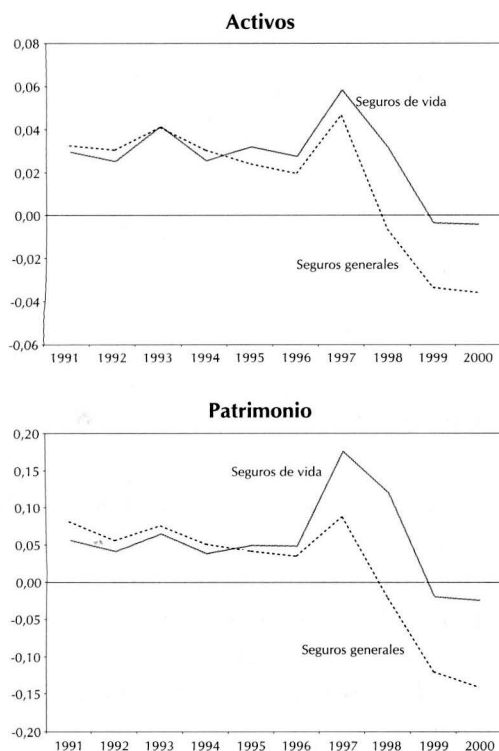
El comportamiento de la rentabilidad por tipos de compañías (seguros de vida y seguros generales), muestra en los últimos años de la década una caída más pronunciada en las compañías de seguros generales que en las de vida. Este resultado contradice la tendencia histórica, pues antes de 1995 las compañías de seguros generales registraban mejores resultados que las de vida (Gráfico 3).

Sin embargo, en el caso del conjunto de compañías pertenecientes a grupos económicos, los negocios de seguros de vida tuvieron a lo largo de la década un mejor desempeño en términos de rentabilidad que los seguros generales (Gráfico 4).

Con todo, la evolución reciente de los indicadores de rentabilidad mencionados, pone en contexto los ajustes recientes que el gobierno ha hecho a la legislación para el sector asegurador.

Igualmente, si se analiza la rentabilidad de las inversiones del sector y un indicador de solvencia como el respaldo que tienen las reservas técnicas en las inversiones, se evidencia un deterioro de los dos indicadores a partir de 1997. Este resultado no sólo es un reflejo del impacto de la valoración de activos a precios de mercado, sino también se relaciona con la estrategia de desmonte de las inversiones forzosas, con la pérdida de valor de los activos que se ha registrado de manera generalizada en la economía durante los últimos años, con la caída de las tasas de interés y con la disminución de la rentabilidad de las acciones.

**Gráfico 2. RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS Y DEL PATRIMONIO POR TIPO DE ENTIDAD**

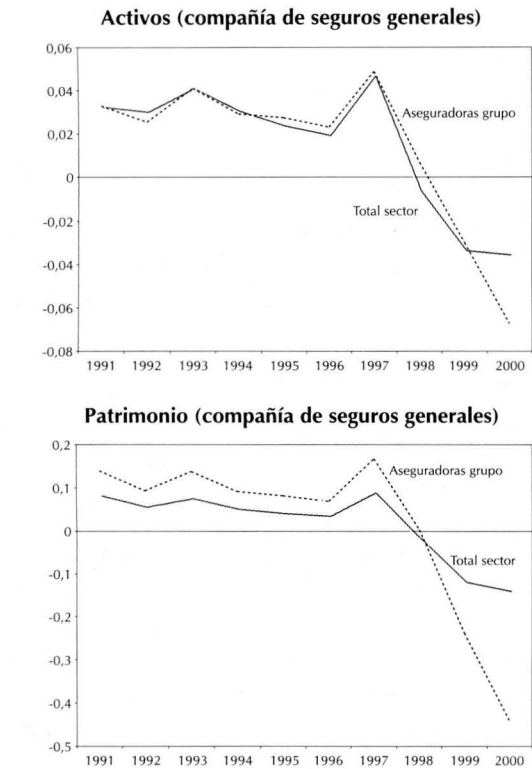


Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos de los autores.

<sup>4</sup> Diversos estudios han encontrado que la actividad aseguradora es particularmente sensible al desempeño de la economía, especialmente en los ramos relacionados con seguros generales. Sobre la relación entre el sector asegurador y el desempeño de la economía véase Ortega (1985) y Salazar y Zuluaga (1998).

<sup>5</sup> Entre 1996 y 1997 se registraron escisiones en compañías como Suramericana, Bolívar y Colpatria.

Gráfico 3. RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS Y DEL PATRIMONIO

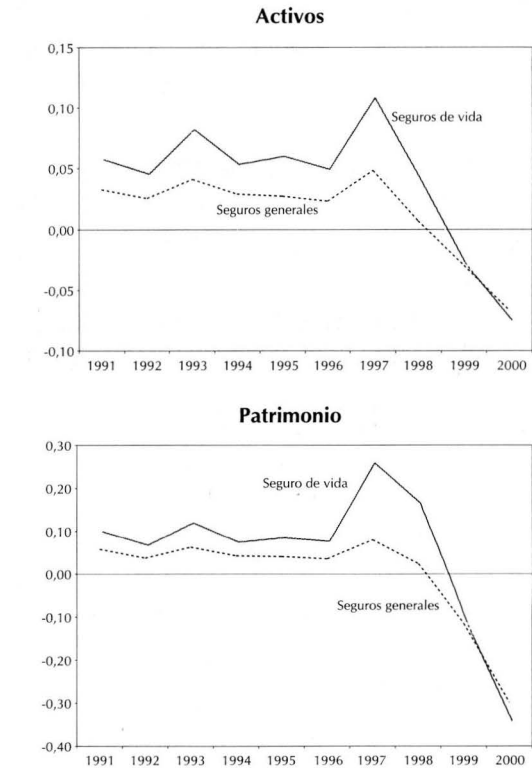


Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos de los autores.

Con excepción de las empresas de reaseguros, durante los años noventa la rentabilidad de las inversiones del sector ha mostrado una tendencia decreciente que se acentuó a finales de la década (Gráfico 5). En el caso de seguros generales este indicador cayó en términos reales en promedio a una tasa de 2,4% anual entre 1991 y 1995, mientras entre 1996 y 2000 esa disminución se acentuó y la caída fue en promedio de 16,6%. Para los seguros de vida en la primera mitad de la década se registró una disminución promedio anual de 1,3% y en la segunda mitad de la década llegó a ser -14,8% en promedio.

Este resultado es acorde con el comportamiento que ha mostrado durante los noventa el indicador de

Gráfico 4. RENTABILIDAD DE LOS ACTIVOS Y DEL PATRIMONIO POR GRUPO ECONÓMICO

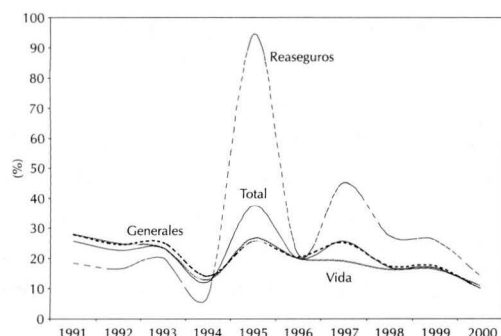


Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos de los autores.

respaldo de las reservas calculado por la Superintendencia Bancaria. En el caso de seguros generales, el índice registró una profunda caída a partir de 1997, pasando de 157,7 en ese año a 102,9 en 1999. Para seguros de vida la caída ha sido menos pronunciada y el indicador pasó de 118,9 en 1996 a 93,5 en 1999 (Gráfico 6).

Si el respaldo de las reservas técnicas se calcula de una manera más estricta tomando como respaldo sólo las inversiones negociables, y además se distinguen las aseguradoras pertenecientes a grupos del resto de empresas, se encuentran resultados interesantes<sup>6</sup>. Por una parte, la caída en el indicador se revierte a partir de 1999 para el total del sector,

**Gráfico 5. RENTABILIDAD REAL DE LAS INVERSIONES DEL SECTOR ASEGURADOR**



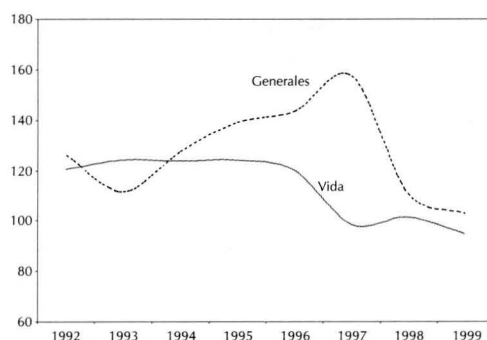
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos de los autores.

indistintamente de si las empresas pertenecen a un grupo económico (Gráfico 7). No obstante, las compañías pertenecientes a grupos económicos tienen un indicador más bajo que el resto.

Por otra parte, cuando el indicador se calcula para los negocios de vida y generales por separado la tendencia se mantiene, es decir, a pesar de la profunda caída que se registró a partir de 1997 se evidencia un repunte en 2000. No obstante, el deterioro se registró fundamentalmente en las compañías de seguros generales, pues en las de vida lo que ha sucedido es que el indicador se mantuvo casi constante desde 1997 (Gráfico 8).

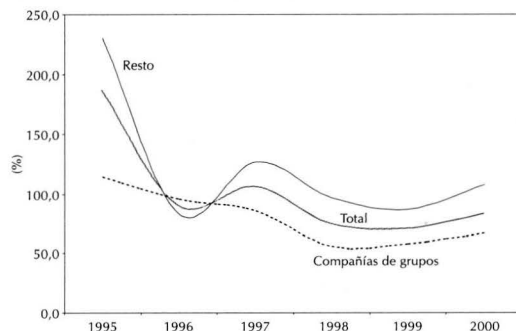
Para los dos tipos de negocios las aseguradoras pertenecientes a grupos tienen un nivel más bajo de respaldo de las reservas. Adicionalmente, en el caso

**Gráfico 6. SECTOR ASEGURADOR: INDICADOR DE RESPALDO DE LAS RESERVAS TÉCNICAS**



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos de los autores.

**Gráfico 7. SECTOR ASEGURADOR: INDICADOR DE RESPALDO DE LAS RESERVAS TÉCNICAS**



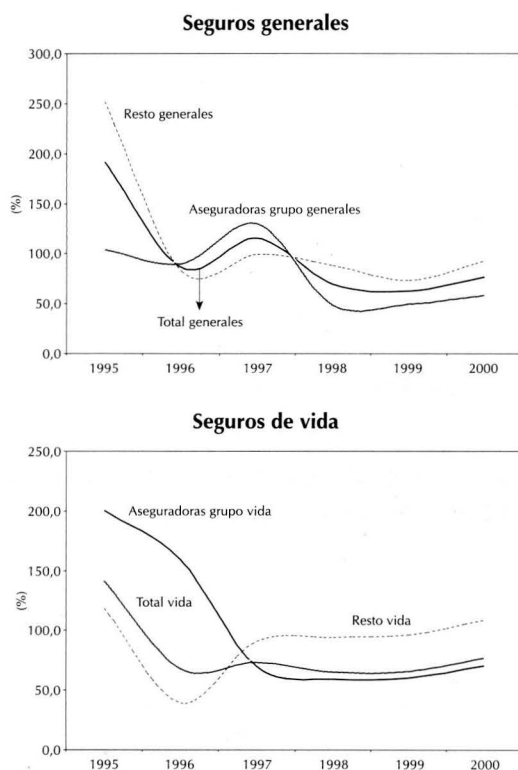
Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos de los autores.

de los seguros de vida se observa que el indicador no se deterioró para las compañías que no pertenecen a grupos económicos.

En síntesis, en Colombia las compañías de seguros están dentro del grupo de inversionistas institucionales más importantes junto con los fondos de pensiones y cesantías. No obstante, durante la década de los noventa no se registró un crecimiento importante de los recursos de ahorro institucional canalizados por el sector asegurador. En parte, este resultado se originó en el deterioro que ha mostrado la actividad aseguradora en los últimos años, el

<sup>6</sup> El indicador de respaldo de las reservas es reportado en los informes trimestrales de la Superintendencia Bancaria. Para hacer el cálculo con las inversiones negociables, se tomaron los rubros incluidos en este título en el Plan Unico de Cuentas (PUC) y se adicionaron algunas inversiones clasificadas como no negociables pero que corresponden a títulos de deuda pública de largo plazo. Debido a la disponibilidad de información este último cálculo sólo se puede hacer desde 1995.

**Gráfico 8. RESPALDO DE LAS RESERVAS TÉCNICAS POR TIPO DE NEGOCIO**



Fuente: Superintendencia Bancaria.

cual está estrechamente relacionado con la profunda contracción de la actividad económica, pero también es un efecto del surgimiento de nuevas entidades que captan ahorro institucional como los fondos de pensiones y cesantías. Es de esperar que en el mediano plazo, nuevamente vuelvan a fluir recursos de manera creciente al sector asegurador por el manejo de las pensiones privadas a través de rentas vitalicias.

La valoración de activos a precios de mercado, las escisiones de algunas compañías pertenecientes a grupos económicos y la recesión de la economía durante los últimos años de la década de los noventa, han afectado el desempeño de las compañías del

sector, lo cual se evidencia en una caída de la rentabilidad tanto de los activos, y en particular de las inversiones, como del patrimonio. Al interior del sector, se destaca el hecho de que el descenso en rentabilidad es superior en los negocios de seguros generales que en los de vida y, adicionalmente, que las compañías que no pertenecen a grupos económicos exhiben un mejor comportamiento que las que sí tienen esa característica. Las escisiones han jugado un papel importante en este último resultado.

En este contexto, el análisis del régimen de inversiones para el sector asegurador y, en particular la reforma llevada a cabo en 2000, debe tener en cuenta la especial coyuntura por la que atraviesa el sector. Además, no es de extrañar que entre las motivaciones que tuvo esta reforma se encuentre, además del interés de adecuar la legislación a los estándares internacionales, la necesidad de prevenir una crisis generalizada en el sector con un impacto indeterminado sobre la confianza. Si bien este objetivo es válido, como se verá más adelante, existen muchas razones por las cuales no parece sano adoptar una legislación de mediano plazo como respuesta a criterios de corto plazo.

### III. REGULACION DE LAS INVERSIONES DE LAS COMPAÑIAS DE SEGUROS

#### A. Tendencias internacionales en materia de regulación del sector asegurador

##### 1. La necesidad de la regulación

La teoría económica ha tratado de analizar la orientación de la política económica a la luz de la pugna que existe entre los intereses privados y los intereses públicos. En contraste, para los científicos políticos las decisiones de política están determinadas por la ideología y las instituciones<sup>7</sup>.

En este contexto, desde el punto de vista económico la regulación es útil para corregir las fallas de mercado y proteger a los consumidores de ellas. Por esta vía se maximiza el bienestar de la sociedad y por lo tanto el interés público. No obstante, aspectos contenidos en la regulación como la existencia de barreras a la entrada a un mercado lo cual induce cierta protección a los participantes, y, en el caso de las entidades financieras, las restricciones sobre el portafolio que pueden afectar la diversificación del riesgo, son factores difíciles de entender desde el punto de vista de la iniciativa privada.

En la medida en que no existe consenso sobre cuál principio debe primar en materia de regulación, la tendencia hacia la desregulación que se ha dado en las últimas décadas en el mundo parece mejor explicada por criterios ideológicos acerca de cuál debe ser el nivel adecuado de intervención del gobierno en la economía.

A pesar de este debate, la globalización y la creciente integración de los mercados internacionales han llevado a la aceptación de unos principios que deben regir la regulación para el sector financiero. En el caso de los bancos ha habido un desarrollo más profundo de estos principios, a través de la labor que realiza el Bank of International Settlements (BIS), que el que se ha alcanzado para las compañías de seguros. No obstante, el BIS ha conformado la Asociación Internacional de Supervisores de Seguros (IAIS, por sus iniciales en inglés), la cual ha venido promoviendo activamente a nivel internacional desde comienzos de los noventa el diseño de un conjunto de principios para la regulación del sector asegurador.

A continuación se presentan la orientación y los principios que existen a nivel internacional para la regulación del sector asegurador en materia de inversión, los cuales son aplicados en los distintos países de acuerdo con las condiciones específicas de la economía y con el grado de intervención que en cada caso se le asigna al estado.

## ***2. Principios de la regulación en materia de inversión para el sector asegurador***

Existe una amplia literatura teórica y empírica sobre el tema de la regulación de las inversiones de los inversionistas institucionales. En términos generales, el objetivo de los reguladores es promover un manejo adecuado de las inversiones que asegure la solvencia de las instituciones, y con ello garantice el respaldo de los derechos de los beneficiarios.

Como se mencionó, en el caso específico de las compañías de seguros el riesgo de mercado recae totalmente sobre ellas. Sea cual sea su ramo, el desempeño de las inversiones con las que respaldan los recursos que les entregan sus clientes o las denominadas reservas, debe garantizar a éstos el pago de su póliza en un momento determinado. Adicionalmente, estas compañías deben cumplir con un nivel mínimo de capital, para cubrir la eventualidad en que las primas y los retornos de las inversiones no sean suficientes para cumplir con el pago de esas pólizas. Esta condición se refleja en la relación de solvencia que las compañías de seguros deben cumplir, la cual es establecida por la regulación.

Para ello se busca que las entidades tengan una posición financiera sólida que las haga poco vulnerables a cambios en las condiciones económicas (evitar una excesiva exposición al riesgo), pero simultáneamente permitiéndoles obtener una rentabilidad adecuada que asegure la solvencia en el tiempo y que conduzca a un desarrollo del sector.

---

<sup>7</sup> Para un análisis más extenso del tema véase Kroszner y Strahan (2000).

Las características del negocio asegurador se traducen en la necesidad de que la regulación para el sector contemple dos aspectos particulares: el manejo de las inversiones y los requerimientos de capital. Por una parte, la autoridad reguladora establece límites cualitativos a las inversiones de las reservas, que pueden aplicarse a través de límites máximos o mínimos de inversión por instrumento y límites máximos de inversión por emisor. Por otra parte, el regulador puede hacer énfasis en un vínculo más estrecho entre inversiones y capital, imponiendo límites a las inversiones a través de adecuaciones del capital en función del riesgo.

No obstante, como se mencionó, el nivel de desarrollo de la economía y en particular del mercado de capitales, y las consideraciones de política respecto a la intervención del gobierno en la economía, son determinantes para que las autoridades opten por un enfoque particular de regulación.

En general, se han identificado diferencias en el tipo de regulación adoptado por países desarrollados y en desarrollo, que se explican fundamentalmente por las características de los mercados, los riesgos de la economía, y factores relacionados con la volatilidad, entre otros. Hay evidencia empírica de una mayor flexibilidad en los países desarrollados, y de un mayor control de las inversiones de los inversionistas institucionales en los países en desarrollo. No obstante, el nivel de desarrollo no es el único factor que determina el esquema regulatorio adoptado<sup>8</sup>.

---

<sup>8</sup> Hay países desarrollados con esquemas más orientados hacia una regulación cuantitativa, como es el caso de Estados Unidos, mientras otros países como los europeos propenden por una regulación menos específica. Igualmente, entre los países en desarrollo, hay unos con regulaciones de las inversiones menos restrictivas que otros, como es el caso de México.

### **3. La supervisión prudencial**

Durante las últimas décadas se ha adoptado cada vez más a nivel internacional el modelo de supervisión denominado prudencial, el cual se apoya principalmente en la evaluación de los estados financieros de las entidades y en la supervisión de los aspectos necesarios para garantizar que una entidad financiera o aseguradora cumpla con los requerimientos de capital y las restricciones que se imponen sobre los activos.

No obstante, la supervisión prudencial puede tener un enfoque regulatorio, cuando se apoya fundamentalmente en un cuerpo de reglas detalladas, o puede tener un enfoque eminentemente de supervisión, cuando el énfasis se hace en la evaluación de las prácticas de manejo de riesgo de las compañías, más que en la aplicación de reglas detalladas para controlar el riesgo asociado con cada instrumento del portafolio. En la práctica, si bien es posible identificar la orientación de cada regulación, puede haber una mezcla de los dos enfoques en ciertos temas.

El enfoque regulatorio no parece adecuado para el mundo actual, caracterizado por una gran dinámica en materia de innovación financiera que genera de manera permanente nuevos instrumentos e incluso mercados. La existencia de numerosas opciones es beneficiosa para el manejo del portafolio de inversiones de las entidades financieras, y en particular del sector asegurador, pues facilita el manejo del riesgo. Dado el nivel de desarrollo del mercado financiero internacional que se ha alcanzado durante los años noventa, el enfoque de supervisión está primando cada vez más dentro de la legislación, especialmente en los países desarrollados<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Para el caso de los bancos véase Mishkin (2000) y para el sector asegurador Savage (1998).



Si bien las legislaciones de Estados Unidos, Canadá y los países de Europa no tienen la misma orientación, durante los noventa se han implementando en estos países numerosos cambios como resultado de las investigaciones que se han hecho sobre las causas del colapso de las instituciones financieras más grandes<sup>10</sup>.

Savage (1998) señala que estas investigaciones han hecho evidente la necesidad de un nuevo paradigma en materia de supervisión de las entidades financieras, pues el estilo de supervisión basado en la verificación de datos ha mostrado grandes limitaciones. Para el caso del sector asegurador este autor propone más bien un esquema de supervisión enfocado hacia la medición de la solvencia de las aseguradoras a través del desempeño de su administración y la estrategia de negocios.

Aunque el enfoque de portafolio prudente se desarrolla en mayor detalle en el capítulo V, es importante mencionar que va de la mano con un sistema en el que la responsabilidad de que las empresas sean sanas y adopten prácticas financieras adecuadas, está en los gerentes y la junta directiva y no en la autoridad regulatoria. Dado que el enfoque de gobierno corporativo no es tan difundido en Estados Unidos como lo es en Canadá, la eliminación de reglas de inversión detallada ha sido más importante en este último país.

---

<sup>10</sup> Véase Savage (1998). Entre los casos más citados están el de ING Barings y los de algunas compañías de seguros en Canadá. En el caso específico de la supervisión de las inversiones de las compañías de seguros, la adopción de muchas reglas detalladas en Estados Unidos y Canadá ha ido cambiando a favor de un enfoque que le asigna una mayor responsabilidad a la junta directiva de la empresa en la inversión de sus fondos lo que se conoce como el enfoque del "portafolio prudente". Sin embargo, en estas legislaciones todavía se mantienen límites para ciertas categorías de inversión que se considera involucran un alto nivel de riesgo como la propiedad raíz y las acciones, y también se controlan las inversiones en empresas vinculadas.

#### **4. El contexto internacional para la regulación del sector asegurador**

La IAIS ha desarrollado un cuerpo de principios que los supervisores deben adoptar en el sector de seguros para ser efectivos<sup>11</sup>. Entre estos principios se destacan las reglas prudenciales que tienen que ver con los estándares que las compañías de seguros deben cumplir para limitar o manejar el riesgo al que están expuestas.

Como se mencionó, por el lado activo el negocio de seguros implica que la compañía debe mantener activos suficientes para cubrir las reservas técnicas y el margen de solvencia, a través principalmente de la inversión de esas reservas. Para controlar los activos el supervisor debe establecer la aplicación de ciertos estándares sobre una cantidad de activos al menos igual al total de las reservas técnicas. Este aspecto en el caso de Colombia apenas se introdujo de manera específica en la legislación de 2000.

Los estándares aplican fundamentalmente para la inversión de las reservas de la compañía y se refieren a: la diversificación de instrumentos de inversión; la fijación de límites o restricciones por instrumentos precisando la cantidad que puede mantenerse en instrumentos financieros, propiedades y préstamos; la determinación de principios para la valoración de los activos incluidos en los estados financieros; la aplicación de sistemas para medir el riesgo de los activos; y, finalmente, el calce apropiado de activos y pasivos, así como la liquidez.

Sobre los dos últimos aspectos, la IAIS ha propuesto una revisión de la metodología que los aseguradores

---

<sup>11</sup> Véase IAIS (2000). La IAIS fue establecida en 1994, reúne autoridades de supervisión de seguros de casi cien jurisdicciones y cuenta con cuarenta entidades que asisten en calidad de observadores.

usan para identificar y analizar su perfil de riesgo, como un complemento a las políticas de inversión. Esta propuesta no sólo incluye una revisión de los procedimientos y prácticas adoptadas por los aseguradores para manejar y controlar los componentes del riesgo de mercado y de liquidez, sino una revisión de la política de productos y su influencia sobre la estrategia de inversión.

Con una clara tendencia hacia el enfoque de supervisión más que al regulatorio, la IAIS también recomienda que los aseguradores desarrollen una estrategia de manejo de activos basada en la definición de un plan de inversiones estratégica por parte de la junta directiva de la empresa. Este plan de inversiones incluye la implementación de sistemas para la determinación de los riesgos de inversión y de procedimientos de valoración independientes para el manejo del riesgo<sup>12</sup>.

Con respecto a los pasivos, los supervisores deben determinar los rubros que es necesario considerar como una obligación para la compañía tales como los siniestros incurridos pero no informados, así como los estándares para conformar las provisiones técnicas y la cantidad de crédito permitido para reducir obligaciones por cantidades recuperables bajo reaseguro.

La política en materia de capital adecuado y solvencia debe ser un complemento, especialmente de la que se adopta frente a los activos. Una compañía de seguros es solvente si puede cumplir con sus obligaciones en cualquier momento, o al menos en la mayoría de las circunstancias. En términos generales, el margen de solvencia de una compañía de seguros está determinado por la capacidad de los activos

para respaldar los pasivos, por lo cual es necesario que la regulación contemple una evaluación prudente de las reservas técnicas, reglas cualitativas y cuantitativas para la inversión de los activos correspondientes a las reservas técnicas y un margen de solvencia adecuado. Este último está determinado no sólo por los niveles mínimos de capital para operar, sino por los requerimientos de capital adecuado que reflejen el tamaño, la complejidad y los riesgos del negocio de la compañía.

## **B. Evolución de la regulación en Colombia**

Desde comienzos de los noventa en Colombia se han tomado medidas para fortalecer el respaldo del sector asegurador y adecuarlo a los estándares internacionales. A comienzos de la década se trató de fortalecer el patrimonio de las compañías de seguros con el establecimiento de un monto de capital mínimo para la creación de una compañía, que se ajustaba con la inflación. Adicionalmente, se definieron un patrimonio técnico mínimo para que la compañía pudiera subsistir en el tiempo, y un margen de solvencia necesario para ejercer la actividad. Con este margen de solvencia la compañía mantiene un nivel de patrimonio técnico acorde con las primas y los siniestros, con el fin de que pueda cumplir con sus obligaciones presentes y futuras con los asegurados.

A lo largo de la década de los noventa el régimen de inversión se adecuó a las nuevas condiciones de la economía aumentando las opciones de inversión, especialmente de tipo financiero. No obstante, como se verá más adelante, a partir de 1991 se adoptó un doble régimen que establecía unas inversiones de carácter obligatorio sólo para el 40% de las reservas técnicas, mientras a nivel internacional la regulación de inversiones aplica para la totalidad de las reservas.

---

<sup>12</sup> Véase IAIS (1999).

El esfuerzo por fortalecer la solvencia del sector se vio complementado con el uso generalizado de la calificación de riesgo en el país y con la adopción de un sistema de valoración de activos<sup>13</sup>.

Asimismo, en 1995 con la Resolución 200 la Superintendencia Bancaria obligó a todas las entidades vigiladas, incluidas las compañías de seguros, a adoptar reglas de valoración de las inversiones que reflejen adecuadamente los cambios de sus precios de mercado<sup>14</sup>.

Recientemente, como se verá más adelante, además de que se modificó el régimen de inversiones de las compañías de seguros a través del Decreto 94 de 2000 extendiéndolo al 100% de las reservas técnicas, restringiendo las inversiones en ciertas opciones y en particular en empresas vinculadas, se elevaron los montos de capital mínimo y se ha tratado de fortalecer el manejo de tesorería con el ánimo de contribuir a mejorar la solvencia de las empresas.

En virtud de la Ley 510 de 1999, el capital mínimo de las compañías de seguros se fijó en \$4.000 millones, monto que debe ser ajustado anualmente

con la inflación. Ese monto mínimo de capital deberá ser cumplido de manera permanente.

En cuanto al margen de solvencia o los niveles de patrimonio saneado de las compañías de seguros, la legislación en Colombia establece diferencias en metodología de cálculo y en cuantías de acuerdo con los ramos. Para seguros generales el patrimonio saneado se determina en función del mayor valor entre las primas anuales o la carga media de siniestralidad en los tres últimos ejercicios. Para los seguros de vida, el patrimonio técnico saneado para el ramo de vida individual se calcula con base en las reservas matemáticas y para riesgos profesionales, de conformidad con las cotizaciones o con los siniestros. Para el resto de ramos que trabajan las compañías de vida el margen de solvencia se determina de la misma forma que para seguros generales.

El Decreto 206 de 1999 estableció la cuantía mínima del patrimonio técnico saneado para seguros generales y de vida, haciendo una distinción en los ramos relacionados con la seguridad social. Para este último caso, las empresas deberán acreditar una cuantía mínima adicional de patrimonio técnico saneado para operar estos negocios.

El manejo de riesgo en las operaciones de tesorería se reglamentó mediante la circular externa N° 88 de 2000. Esta norma le asigna responsabilidades específicas a la junta directiva y a la gerencia de las entidades financieras, incluidas las compañías de seguros, en el manejo del riesgo inherente a las actividades de tesorería y establece lineamientos para el manejo de los distintos riesgos.

La inversión en empresas vinculadas es un aspecto por reglamentar de la Ley 94 de 2000. No obstante, la Superintendencia Bancaria introdujo una definición de vinculación en el régimen de inversiones que se aprobó para los Fondos de Pensiones, mediante

---

<sup>13</sup> La apertura económica indujo una mayor integración de la economía colombiana al mercado financiero internacional, hecho que hizo necesaria la existencia de un sistema de calificación de riesgo de las opciones de inversión de portafolio en el país. Con la ley 45 de 1990 se estableció la creación de sociedades calificadoras de valores. Esta figura ha sustituido las garantías reales o de entidades de crédito para la emisión de valores. Además de la calificación de valores, con la Resolución 1063 de 1998 de la Superintendencia de Valores, las sociedades calificadoras en Colombia pueden calificar el endeudamiento de sociedades con títulos en bolsa, portafolios de inversión colectiva, el cumplimiento de flujos futuros en proyectos de inversión y la capacidad de pago de siniestros de las compañías de seguros.

<sup>14</sup> El objetivo de esta resolución fue llevar a los inversionistas a reconocer el valor real de sus activos financieros a través de la calificación y valoración adecuada de las inversiones, lo cual tiene un efecto sobre los estados financieros en la medida en que se deben registrar las pérdidas y ganancias que resultan de la exposición a los riesgos de mercado, solvencia y jurídicos.

la Circular Externa 10 de marzo de 2001, y se encuentra diseñando el régimen que aplicará para las compañías de seguros.

La legislación colombiana en materia de inversiones de las reservas técnicas de las compañías aseguradoras ha tenido numerosas reformas. Sin embargo, la mayoría de ellas se han llevado a cabo durante la última década, en gran parte por la necesidad de adaptar la legislación a la liberalización del mercado y a las tendencias internacionales. Analizando la evolución de la legislación de inversión de las reservas técnicas en el tiempo, es posible ver hasta 1996 una paulatina flexibilización en términos de la adición de numerosas opciones de inversión, especialmente para las inversiones admisibles. No obstante, como se verá más adelante, esta tendencia se revirtió en parte con el decreto 94 de 2000, en la medida en que el régimen se extendió a la totalidad de las reservas y se eliminaron algunas opciones de inversión. Como se vio, la orientación de esta última reforma está determinada en parte por la situación de crisis y recesión que ha experimentado la economía colombiana durante 1998 y 1999, la cual tuvo un claro impacto negativo sobre el desempeño de las compañías aseguradoras.

En el Anexo 1 se presenta un breve recuento de los antecedentes de la legislación de inversiones para el sector asegurador en Colombia. A continuación se presentan las principales conclusiones que surgieron de la evaluación de este régimen que hizo en su momento la Misión del Mercado de Capitales y se analiza la legislación actual.

### **1. La misión del mercado de capitales**

A partir de la Ley 45 de 1990 se creó el primer Plan Único de Cuentas para las empresas aseguradoras y se desmontaron las inversiones forzosas para la

totalidad de los intermediarios financieros<sup>15</sup>. En el caso de las compañías de seguros se mantuvieron dos regímenes de inversión. Uno para las inversiones denominadas admisibles, correspondientes al 60% de las reservas técnicas y al patrimonio y los fondos en general de las empresas, y otro para las inversiones correspondientes al 40% restante de las reservas técnicas que eran de carácter obligatorio<sup>16</sup>.

Con el Decreto 839 de 1991 se reformó el régimen de inversiones para las aseguradoras, se cambiaron algunos límites establecidos y se modificó la metodología de cálculo de las reservas técnicas<sup>17</sup>.

El 40% de estas reservas técnicas debía ser invertido de manera obligatoria en las siguientes opciones, en unos porcentajes determinados: títulos de tesorería emitidos por el Gobierno Nacional, títulos de deuda pública de la Nación o del Banco de la República, títulos de deuda pública externa de la Nación, acciones y bonos.

El 60% restante, denominado inversiones admisibles, debía respaldarse con opciones de inversión sujetas a límites globales y límites individuales. Los primeros eran límites máximos de inversión y los últimos límites por emisor. Las opciones de inversión

---

<sup>15</sup> Para el desmonte de las inversiones forzosas se adoptó un mecanismo que redujo aún más su liquidez, pues al vencimiento debían redimirse por nuevos bonos o cédulas. Esto tuvo un impacto negativo sobre los estados financieros de las aseguradoras.

<sup>16</sup> De esta manera, dentro de las inversiones admisibles se manejaba la parte operativa del negocio relacionada con aspectos como los siniestros pendientes.

<sup>17</sup> Según esta norma, las reservas técnicas que debían establecer las compañías de seguros, eran: reservas de riesgos en curso, reserva matemática, reserva para siniestros pendientes y reserva de desviación de siniestralidad. Estas reservas siguen siendo vigentes hoy, aunque la forma de calcularlas ha sido modificada desde el momento en que se establecieron.

en este caso eran más amplias que las establecidas para el 40% de las reservas técnicas, contemplando rubros como acciones en el exterior, títulos representativos de captaciones de entidades financieras, títulos representativos de créditos hipotecarios, títulos valores, fondos comunes ordinarios y fondos de inversión, cuentas en moneda extranjera, préstamos con garantía de pólizas y con garantía prendaria y bienes raíces ubicados en Colombia.

En 1996, con el decreto 1916 se dictaron nuevas normas relacionadas con los dos tipos de inversiones, con el objeto de ampliar las posibilidades de manejo del portafolio pero a la vez restringiendo las opciones de inversión por emisor. En términos generales, en la mayoría de inversiones financieras se mantuvieron o aumentaron los límites globales de inversión, con excepción de la inversión en bienes raíces en el caso de las inversiones admisibles cuyo porcentaje se redujo de 20% a 15%, y se introdujeron nuevas posibilidades de inversión tanto en el mercado doméstico como en el internacional. Aunque la legislación claramente buscaba diversificación se tornó excesivamente compleja y detallada.

Con esta reforma al régimen de inversiones del sector asegurador se evidencia la intención de la autoridad reguladora de mejorar la solvencia de las empresas para garantizar su capacidad de responder a los asegurados. En efecto, estas medidas fueron complementadas, en el caso de las inversiones, con la obligatoriedad de calificar algunas inversiones por sociedades nacionales o extranjeras dedicadas a esa actividad y, en el tema específico de solvencia, con el fortalecimiento del patrimonio de las empresas, a través de la definición del margen de solvencia en función de las primas y los siniestros. No obstante, estas reformas propiciaron la escisión de varias compañías que buscaban flexibilizar la regulación de sus inversiones.

El análisis de la demanda de activos de los inversionistas institucionales en Colombia que se hizo para la misión del mercado de capitales en 1996, identificó varias deficiencias del régimen de inversiones para este tipo de compañías<sup>18</sup>.

Para el caso particular de las compañías de seguros, la misión concluyó que la regulación no era adecuada pues, debido a su especificidad, se mantenía atrasada frente a las posibilidades de inversión que ofrecía el mercado en detrimento del desarrollo del mercado de capitales. Adicionalmente, se mencionó que los topes máximos de inversión no respondían a criterios claros y eran excesivamente complejos. Como además no estaban diseñados de acuerdo con las limitaciones de oferta de algunos activos, tendían a privilegiar las inversiones en papeles oficiales o en instrumentos de renta fija, lo cual tampoco contribuye al desarrollo del mercado de capitales. Igualmente, las empresas manifestaron en esa oportunidad que la estructura de topes dificultaba la diversificación del riesgo y la compensación de plazos, y tampoco consultaba los horizontes de las inversiones ni las necesidades de liquidez de las compañías de seguros que tienen distintos tipos de negocios. En cuanto a las reglas de valoración de activos, se señaló en la Misión que pueden inducir una mayor concentración del portafolio en inversiones de corto plazo, porque se castigan los estados financieros por los cambios en la tasas de interés. Asimismo, se destacó el hecho de que la regulación no establecía límites a la concentración de la propiedad accionaria, ni preveía mecanismos para evitar la concentración de riesgos por sectores, así como tampoco exigía algún grado de transabilidad de dichas acciones.

En este contexto, la misión recomendó simplificar al máximo las regulaciones sobre topes de inversión,

---

<sup>18</sup> Véase Lora E. y Salazar, N. (1996).



establecer exigencias mínimas crecientes de inversiones en acciones, apoyar el desarrollo del sistema de calificación de riesgos (pues la regulación definía los límites de inversión por tipo de papel y no de acuerdo con criterios de riesgo, o con los plazos de inversión), y evitar decisiones discrecionales por parte de la Superintendencia Bancaria en la definición de las reglas de valoración de activos.

Como se verá, la reforma realizada en 2000 cubre algunos de los aspectos mencionados, pero los problemas más grandes relacionados con las dificultades para el manejo del portafolio, la concentración en papeles del gobierno, y el hecho de que Colombia tenga un mercado de capitales tan limitado todavía subsisten como críticas.

## **2. Legislación actual**

El Decreto 94 de 2000 elimina los dos regímenes de inversión existentes, correspondientes a las inversiones admisibles y al 40% de las reservas técnicas, imponiendo un sólo régimen que aplica para el 100% de las reservas técnicas. De esta manera, la totalidad de las reservas deberá estar respaldada por el régimen de inversiones allí estipulado. El patrimonio y demás fondos de las entidades aseguradoras serán de libre inversión.

En particular, debe mencionarse que el hecho de que la totalidad de la reserva técnica deba estar respaldada por el nuevo régimen de inversiones, impone ciertos costos a las compañías relacionados con la reserva de riesgos en curso que en el régimen anterior no se generaban. En la medida en que esa reserva corresponde una porción de riesgo derivada de una prima no devengada que se va recibiendo durante el año, tal y como lo establece el Decreto 839 de 1991, la aseguradora se ve obligada a realizar inversiones sobre un monto de recursos que no ha recibido efectivamente.

En general, el análisis de esta nueva reforma y sus proyectos de reglamentación permiten concluir que, por una parte, la legislación trató de privilegiar la transparencia en la medida en que eliminó los dos regímenes de inversión previos y amplió los límites globales de inversión en algunos rubros. No obstante, se observa una tendencia a favorecer las inversiones de tipo financiero sobre aquellas en activos no financieros, con lo cual se elimina una posibilidad de inversión antes permitida. En particular, se eliminó la opción de invertir cualquier porcentaje de las reservas en bienes raíces, en cuentas de participación en proyectos de construcción y en otras inversiones previa autorización de la Superintendencia Bancaria, cuya posibilidad antes existía.

La legislación muestra una clara tendencia a concentrar las inversiones en títulos de renta fija, principalmente del Gobierno, con límites globales superiores a los que se le asignan a los títulos de renta variable. Adicionalmente, esta nueva normatividad trata de enfrentar el problema de las inversiones en empresas de un conglomerado o grupo económico. En efecto, los títulos de renta variable (acciones, bonos convertibles en acciones -boceas-, derechos de suscripción y títulos provenientes de procesos de titularización) tienen un límite de inversión de 50%, siempre y cuando correspondan a títulos emitidos por empresas sin "relación de vinculación"<sup>19</sup> con la empresa aseguradora. De ser así, la inversión en acciones de estas compañías pasa a ser tan sólo del 15% si se trata de empresas del sector real, o del 10% si pertenecen al sector financiero.

Adicionalmente, la nueva legislación hace un uso más intensivo y preciso de las exigencias de calificación de las inversiones al establecer no sólo la ne-

---

<sup>19</sup> Es decir, empresas pertenecientes al mismo grupo económico.



cesidad de que algunos títulos o emisores tengan calificaciones de riesgo, sino que los papeles cumplan con criterios de bursatilidad media o alta. De igual manera, los títulos de renta variable emitidos por sociedades en el exterior, deberán ser calificados como "blue chips" o su equivalente.

Por otra parte, el decreto en cuestión amplía los límites globales para la inversión en fondos de 30% a 50%, tanto para fondos nacionales como extranjeros. No obstante, los dos tipos de fondos deberán tener una calificación mínima de A- por parte de una sociedad calificadora autorizada por la Superintendencia Bancaria o reconocida internacionalmente. Además, el proyecto de reglamentación del decreto 94 de 2000<sup>20</sup>, establece que para que las inversiones en fondos sean computables, éstos deben tener sus recursos invertidos en el país, excluyendo así a aquellos que tengan algunas inversiones en el extranjero, para lo cual están facultados.

Los diferentes tipos de préstamos que pueden hacer las compañías, anteriormente eran aceptados como parte de las inversiones de reservas técnicas. Los proyectos de reglamentación están encaminados a restringir tanto en límite como en posibilidades esta opción, pues los únicos préstamos que podrán hacer parte de las inversiones de las aseguradoras son aquellos con garantía en las pólizas que se emitan, según el tipo de compañía (seguros de vida o generales). Las reglamentaciones eliminan la posibilidad de hacer préstamos con otras garantías como la hipotecaria, títulos de la Nación o bonos.

Finalmente, en este nuevo régimen de inversión se introduce el concepto de considerar un porcentaje de los recursos en caja y de los depósitos a la vista en entidades financieras como parte de las inversio-

nes de las reservas técnicas, aspectos que habían sido eliminados desde 1991.

La legislación dio un período de ajuste de las aseguradoras al nuevo régimen de inversiones que se extiende por siete años. En 2000 la inversiones que deben cumplir con la nueva normativa deben corresponder al 45% de las reservas técnicas y este porcentaje debe aumentar en 5 puntos porcentuales hasta llegar a 60% en 2003. A partir de ese año, el incremento debe ser de 10 puntos porcentuales para completar el 100% de las reservas técnicas en 2007.

### **3. La regulación colombiana en el contexto internacional (Anexo 2)**

La comparación de la normatividad en materia de inversión de las reservas técnicas de las compañías de seguros aplicada en distintos países, evidencia una gran diversidad de enfoques así como de restricciones específicas<sup>21</sup>.

Existe una amplia gama de activos de inversión, de acuerdo con el nivel de desarrollo de la economía y del mercado de capitales de cada país, así como con el enfoque de la regulación.

Una de las principales diferencias entre países es el enfoque de la regulación. Incluso podrían distinguirse tres tipos de legislación entre los países analizados. El primero se refiere a una legislación inclinada a tener medidas de tipo prudencial basadas en principios de buen manejo, donde se establecen ciertos límites no muy específicos y se da libertad a las aseguradoras de escoger sus inversiones, ase-

---

<sup>20</sup> El proyecto en mención tiene fecha agosto de 2000.

---

<sup>21</sup> Para el análisis realizado en esta sección se revisaron las legislaciones de Colombia, Argentina, Chile, México, Estados Unidos, y España. Además se incluyen las legislaciones del Estado de New York y de la Unión Europea.

gurando siempre la liquidez y la garantía de las mismas. Tal es el caso de Argentina y México donde, a pesar de existir una lista de los rubros donde deben mantenerse invertidas las reservas técnicas, éstos no cuentan con gran cantidad de restricciones específicas e incluso, en el caso de Argentina, no se menciona la existencia de límites por emisor.

El segundo tipo de legislación contempla una amplia gama de posibilidades de inversión, pero se fijan restricciones de una manera bastante detallada. Dentro de este grupo se encuentran la directiva para la legislación de los Estados Unidos, así como aquella para los países de la Comunidad Europea. En esta normatividad pueden encontrarse muchas posibilidades de inversión entre activos financieros y no financieros domésticos y externos, pero se establecen una gran cantidad de condiciones que por lo general no son muy restrictivas para los activos financieros, dado el desarrollo del mercado de capitales de estos países, mientras si lo son para otro tipo de activos no financieros. A pesar de ser taxativas, las condiciones del mercado en esas economías le brindan un margen de maniobra amplio a las aseguradoras para el manejo del portafolio.

El tercer tipo de legislación es el más comúnmente encontrado en América Latina, y es aquel en donde sólo se permiten las inversiones señaladas en la ley. Bajo este esquema, la regulación se caracteriza por establecer una gran cantidad de condiciones para las inversiones (límites globales y específicos), tanto para títulos de renta fija como variable. Solamente se adopta el principio internacionalmente aceptado de que los papeles del gobierno tienen un riesgo nulo.

En países como Chile la legislación sobre control de las inversiones incluye también el patrimonio de riesgo, es decir que no sólo se deben respaldar las

reservas técnicas sino también parte del capital, de acuerdo al nivel de riesgo que asumen las compañías. En el estado de Nueva York existen legislaciones diferentes para el capital mínimo y las reservas técnicas, aunque también se aplica un control sobre ambos rubros. En contraste, en Colombia son de libre inversión el patrimonio y demás fondos diferentes a las reservas técnicas.

Sin embargo, existen elementos comunes entre los tres tipos de legislación. En los países analizados parece haber consenso en permitir ampliamente la inversión de las reservas técnicas en títulos emitidos o garantizados por la Nación y en títulos emitidos o aceptados por instituciones financieras.

Por otra parte, en todos los países se permite la inversión en acciones. Sin embargo, los límites globales y las calificaciones exigidas son muy variadas. Por ejemplo, en Chile y México al igual que en Colombia, se establecen límites especiales a las inversiones en acciones según exista un vínculo entre la aseguradora y la compañía que emite la acción, así como según la calificación de la misma. En contraste, se encuentra que en los países más desarrollados y con más posibilidades de inversión, los límites son menores así como las calificaciones requeridas<sup>22</sup>.

La participación en los fondos de inversión parece ser una opción cada vez más aceptada en el manejo del portafolio. En Colombia y en Chile se fijan límites especiales a estas inversiones.

---

<sup>22</sup> Para el caso de Chile, las acciones cotizadas en bolsa deberán ser de primera clase, de lo contrario es necesario presentar una cobertura de sus gastos financieros para los últimos tres años superior a la establecida por la Superintendencia de ese país. El total de las inversiones en acciones no deberá sobrepasar el 40% del total de las inversiones, mientras que en Colombia no deberá exceder el 50%. En México se exige que las acciones sean cotizadas en bolsa y se permite hasta un 30% de inversión en este rubro.

En países como México, Estados Unidos y los de la Unión Europea, se hace explícita la posibilidad de invertir en futuros. En Colombia simplemente no se menciona una restricción explícita al respecto, con lo cual se asume que es posible realizar inversiones en este tipo de opciones.

En cuanto a la posibilidad de respaldar las reservas técnicas con saldos de caja y depósitos en bancos, se encuentra que la Unión Europea y Colombia son las únicas legislaciones que introducen este concepto, que es ambiguo para considerarlo como una inversión. En Chile, por ejemplo, se hace explícito que éstos se excluyen de las inversiones permitidas para el respaldo de las reservas.

En todos los países analizados se pueden realizar préstamos o créditos de acuerdo con unos límites globales, pero existe una amplia diversidad en la forma de respaldarlos. Entre las garantías que se aceptan se pueden mencionar las hipotecarias, las pólizas, los títulos y las acciones.

*Igualmente*, en todos los países se autorizan las inversiones en el exterior ya sea en acciones, títulos, fondos, bienes raíces, o en distintas combinaciones de estos activos. En contraste, en Colombia no se permiten las inversiones en bienes raíces y, según los proyectos de reglamentación, las inversiones en fondos en el exterior no serán totalmente libres.

En cuanto a la inversión en bienes raíces, en los países analizados, a excepción de Colombia, se permite invertir las reservas técnicas en bienes raíces, bajo ciertos límites. Por lo general se especifica que la tenencia de edificios debe ser sólo para la ubicación del negocio o, de lo contrario, debe generar una renta. En Colombia se eliminó cualquier posibilidad al respecto a partir del decreto 94 de 2000, convirtiéndose en el único país dentro del grupo analizado que no contempla esta opción de inversión.

En resumen, las diferencias más marcadas entre la legislación colombiana y el grupo de países analizados se concentran en la imposibilidad de invertir en activos no financieros, en general, y en bienes raíces en particular. En cuanto a los activos financieros en Colombia hay más límites específicos para la inversión en acciones que en otros países, se restringen más los préstamos y se privilegian los títulos de deuda pública sobre el resto de opciones. Finalmente, sólo en Colombia y en la Unión Europea se introduce el concepto de caja y depósitos a la vista, como una opción de inversión de las reservas en un porcentaje. En los países desarrollados se contabilizan como inversiones las cuentas de participación en proyectos y las inversiones realizadas en empresas subsidiarias, mientras en los países en desarrollo estas opciones no se contemplan (Anexo 3).

## **C. Comentarios sobre la legislación colombiana**

### ***1. Aspectos positivos de la legislación colombiana***

El régimen de inversiones para el sector asegurador implementado en 2000, mediante el Decreto 94, recoge algunos de las recomendaciones formuladas en su momento por la Misión del Mercado de Capitales en relación con el papel que el sector asegurador tiene como inversionista institucional y trata de adecuarse a las tendencias internacionales.

En efecto, la nueva legislación eliminó el doble régimen de inversiones que existía para las reservas, que establecía unas opciones de inversión obligatorias para el 40% de las reservas técnicas y otras denominadas admisibles para el 60% restante. Esta estructura era diferente a la registrada a nivel internacional, donde la regulación aplica para el 100% de las reservas técnicas. La unificación del régimen es un avance en materia de transparencia con claros efectos positivos sobre el regulador y el regulado, si bien hay una etapa de transición que puede ser costosa.

Por otro lado, la legislación trata de prever el desarrollo futuro de nuevas opciones de inversión especialmente de tipo financiero, por lo cual ésta se plantea en términos amplios dejando espacio para la reglamentación de aspectos específicos. Esto le da un cierto grado de flexibilidad y de vigencia que no existía en el pasado. No obstante, como se verá más adelante, ese principio de flexibilidad y vigencia parece descuidarse en los proyectos de reglamentación específica.

Finalmente, los cambios introducidos en la legislación en relación con la eliminación de opciones de inversión en el sector real y con la exigencia de calificaciones y condiciones de bursatilidad para ciertos papeles, indican una preocupación de las autoridades por buscar mayor seguridad en las inversiones o un mejor control del riesgo. Esta tendencia se confirma con la introducción de límites específicos para las inversiones en empresas vinculadas.

Como se vio, la orientación del nuevo régimen de inversión se justifica, en parte, por el desempeño que el sector ha mostrado en los últimos años, no sólo en términos del deterioro de la rentabilidad de sus inversiones, sino en la concentración de este problema en las empresas pertenecientes a grupos económicos. No obstante, es un hecho que por esta vía la legislación adquiere un carácter procíclico y puede contribuir a profundizar los problemas del sector especialmente en el corto plazo.

## ***2. Principales problemas de la legislación colombiana***

Del análisis del régimen de inversiones que opera actualmente para los compañías de seguros y los respectivos proyectos de reglamentación, sobresalen cuatro problemas que sin duda afectarán el desempeño futuro de las compañías de seguros.

El primero de estos problemas se deriva de la definición de reserva técnica. Bajo el nuevo régimen las compañías de seguros deben realizar inversiones sobre una porción de recursos que no han recibido efectivamente, como son las primas por cobrar para riesgos no corridos, que tienen su contraparte en la reserva de riesgos en curso. Este aspecto genera un sobre costo financiero adicional a las aseguradoras.

El segundo problema se relaciona con la eliminación de la finca raíz como opción de inversión de las reservas y las restricciones a las inversiones en acciones del sector real, en particular con empresas vinculadas. Estos dos aspectos son una clara respuesta normativa a las condiciones actuales de la economía. La caída de los precios de los activos, especialmente en el sector de la construcción y en general en los diferentes sectores de la economía, se refleja en la orientación que ha tomado la regulación.

Este hecho se constituye en un problema en la medida en que la regulación está respondiendo a condiciones coyunturales y deja de lado la opción de que en el mediano plazo puedan volver a surgir oportunidades interesantes de inversión en los sectores mencionados. En este contexto, la legislación genera varios interrogantes sobre la validez de que las empresas aseguradoras incurran simultáneamente en el costo de respaldar el 100% de sus reservas con ciertas inversiones y de eliminar algunos activos de su portafolio, en un momento en el que, además, el precio de los activos está deprimido.

Adicionalmente, y como se argumenta en mayor detalle en el capítulo V, la imposibilidad de invertir en este tipo de bienes elimina uno de los instrumentos de inversión con los que cuentan las compañías para cubrirse del riesgo de cambios en los precios, a lo cual una parte importante de sus pasivos es altamente sensible.

El tercer problema es la concentración en papeles del gobierno que puede inducir la legislación. Si bien es cierto que la legislación autoriza a las compañías a invertir en acciones domésticas y externas, y en fondos y en títulos diferentes a los oficiales, las restricciones impuestas en cuanto a la calificación de los títulos y al grado de bursatilidad de las acciones (límites específicos), restringen las opciones de inversión. Este es especialmente cierto si se tiene en cuenta, por una parte, que el mercado de capitales colombiano se caracteriza por ser pequeño, poco diversificado y por tener un bajo nivel de desarrollo y, por otra parte, que el proceso de calificación de los valores y empresas todavía es incipiente en el país.

En este orden de ideas, es alta la probabilidad de que las compañías concentren sus inversiones en los papeles más ofrecidos en el mercado como son los títulos del Gobierno incluso más allá de lo que establece de por sí la legislación, para los cuales adicionalmente no existe límite global a las inversiones. Esto sucederá especialmente para el caso de las inversiones antes consideradas como admisibles, las cuales deberán ser sustituidas por otros activos sujeto a las normas establecidas en la nueva legislación.

Como se verá en detalle en el capítulo V, si bien esta situación genera seguridad en las inversiones, la concentración en bonos y la baja participación de otras inversiones como acciones o inversiones en activos externos, atenta contra la rentabilidad de las empresas y dificulta el manejo de los activos y pasivos y del riesgo. Esto puede llevar a las compañías a operar en forma ineficiente y a ubicarse en un punto subóptimo en cuanto al manejo de su portafolio.

Finalmente, la concentración en cierto tipo de activos y las reducidas opciones de inversión, deter-

minadas por el mercado y por las restricciones impuestas por la regulación, pueden llegar a impedir una adecuada diversificación de las inversiones y por tanto una rentabilidad adecuada.

Una baja rentabilidad, sumada al hecho de no contar con muchas alternativas en términos de plazos y tasas para cubrir nuevos pasivos, podrá limitar la oferta de nuevos productos y el desarrollo del sector como un todo. Adicionalmente, y más grave aún, esta situación podría imponer dificultades a las compañías para mantener en el tiempo los niveles mínimos de solvencia requeridos.

La legislación en Colombia para las compañías aseguradoras parece estar más apoyada en la regulación de las inversiones, que en una normatividad de tipo integral que ajuste el capital adecuado y la solvencia de acuerdo al riesgo que enfrenta la compañía no sólo por el lado pasivo, sino también por el activo. Este último tipo de regulación permitiría un régimen de inversiones más flexible que se ajustaría por el lado de los requerimientos de capital, de acuerdo al manejo de portafolio que adopte la compañía. Sin embargo, la adopción de una regulación con esta orientación exige, por una parte, un cambio en los principios que rigen la supervisión en Colombia, a través del cual se le den más responsabilidades a las juntas directivas y a los cuadros gerenciales de las empresas. Como se vio, esta tendencia sólo ha empezado a evidenciarse recientemente en el país con la adopción de la última reglamentación sobre manejo de tesorería. Por otra parte, estaría supeditada al fortalecimiento patrimonial de las empresas.

Un último aspecto sobre el que aún quedan algunas inquietudes es el relacionado con la conveniencia de que las compañías se vean excesivamente limitadas para invertir en activos de un mismo grupo económico. Esto se explica porque una medida de

este tipo, si bien limita la exposición al riesgo, también impide el aprovechamiento de las ventajas que ofrece el flujo de inversiones entre empresas vinculadas y que, en muchos casos, es motor del desarrollo de las mismas.

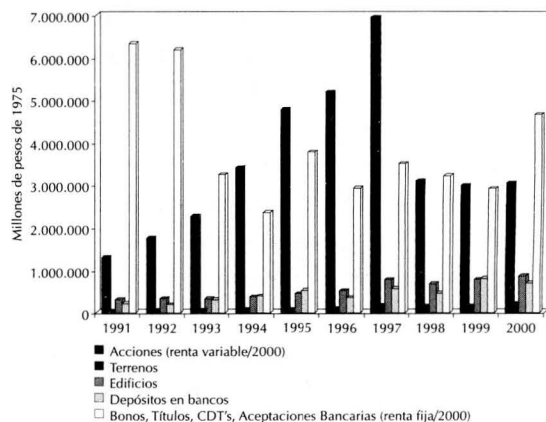
#### IV. COMPORTAMIENTO DE LAS INVERSIONES DE LAS COMPAÑIAS DE SEGUROS EN COLOMBIA Y COSTO DE AJUSTE AL NUEVO REGIMEN

De acuerdo con la Misión de Estudios el Mercado de Capitales (1996), en la década de los ochenta hubo una preferencia por los papeles de renta fija frente a las acciones, debido a la baja rentabilidad de estas últimas. En contraste, durante los noventa las acciones recuperaron importancia dentro del portafolio de las compañías de seguros. Adicionalmente, mientras en los años ochenta los recursos del sector asegurador se dirigían a financiar a la industria y al sector financiero, en los noventa estos sectores fueron desplazados por la construcción, el comercio y el transporte.

A continuación se trata de hacer un análisis retrospectivo de los flujos de inversión de las compañías. Sin embargo, se encontraron numerosas dificultades relacionadas con el hecho de que los diferentes cambios a la legislación de inversiones no se han reflejado de manera simultánea en el Plan Único de Cuentas de las aseguradoras (PUC).

En este sentido, se hizo un esfuerzo por homogeneizar la información existente desde 1990 para hacer un análisis del desempeño de las inversiones de todas las compañías aseguradoras y así identificar los grandes rubros del portafolio durante el tiempo. Al observar el conjunto de inversiones de las compañías de seguros (Gráfico 9), se puede ver que los principales rubros con los que las compañías han respaldado sus reservas son títulos y bonos, que re-

**Gráfico 9. PRINCIPALES RUBROS DE INVERSIÓN 1991-2000**



Fuente: cálculos de los autores con base en Superintendencia Bancaria.

presentaban 39% del total de las inversiones en 1991, acciones, que llegaron a significar el 34% de las inversiones requeridas como respaldo a las reservas técnicas en 1999, depósitos en bancos y bienes raíces, cuya participación promedio en las inversiones de 1991 a 2000 fue de 5%.

Hasta 1997 las acciones fueron ganando participación dentro del portafolio de inversiones frente a otras opciones como bonos, títulos y aceptaciones bancarias. A partir de ese año se observa una fuerte caída en el valor de las acciones mantenidas en el portafolio para situarse al mismo nivel del rubro bonos, títulos y CDTs, el cual finalmente terminó superando a las acciones en 2000.

Por otra parte, las inversiones en bienes raíces, terrenos y edificios, fueron ganando participación dentro del portafolio a lo largo de la década. Sin embargo, el valor de éstas con respecto al total invertido sigue siendo muy poco significativo frente a las inversiones financieras. La participación de los bienes raíces dentro de las inversiones pasó de ser 2,15% en 1991 a 8% en el 2000, mientras que aquella de



las inversiones financieras (excluyendo las acciones) tuvo un nivel promedio de 29% durante el período analizado.

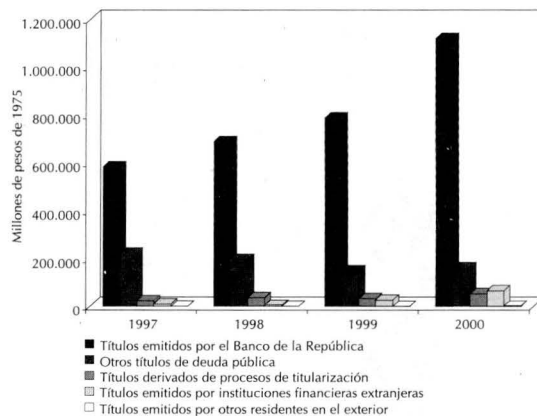
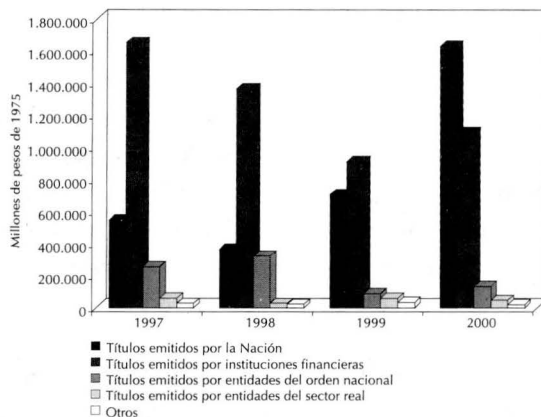
La pérdida de participación de los bonos y títulos en el portafolio se debe en buena medida a la eliminación de las inversiones forzosas en Bonos Forestales y en Títulos del Instituto de Crédito Territorial, prevista en la ley 45 de 1990. Al desmontarse dichas inversiones se estipuló un plazo de transición, por lo que a partir de 1993 las inversiones en títulos se redujeron.

Observando la evolución de la inversión en estos títulos a nivel desagregado para los últimos años (Gráfico 10), podemos ver que los CDT's han ido perdiendo participación, a medida que los títulos del gobierno y el Banco de la República han tomado mayor fuerza especialmente en los últimos años.

Esto se explica en parte porque en 1996 se ampliaron los porcentajes de inversión permitidos en títulos emitidos o garantizados por la nación o por el Banco de la República, en títulos de deuda pública interna y en otros títulos de renta fija de alta seguridad y liquidez, lo cual estimuló el marcado crecimiento de estos rubros de inversión durante la segunda mitad de la década.

El dinamismo que mostraron las acciones hasta 1997 se debió en parte al bajo nivel que registraron las tasas de interés en ese período, frente a la rentabilidad que mostraron este tipo de papeles. En efecto, en 1997 se dio un aumento del 101,2% de las inversiones negociables de renta variable, lo cual coincidió con un incremento de 73,6% en los rendimientos de las inversiones con respecto al año anterior. Las utilidades generadas por el sector aumentaron considerablemente, aunque esto se debió en particular al excelente desempeño de algunas compañías específicas<sup>23</sup>.

**Gráfico 10. INVERSIÓN EN TÍTULOS DESAGREGADA**



Fuente: cálculos de los autores con base en Superintendencia Bancaria.

Al analizar el comportamiento de las inversiones de las aseguradoras teniendo en cuenta su pertenencia a grupos económicos, se observa una marcada diferencia en la composición de los portafolios en cada caso. Tomando el año de 1997, se encuentra una participación mucho más elevada de las acciones y de los préstamos con garantía prendaria en el portafolio

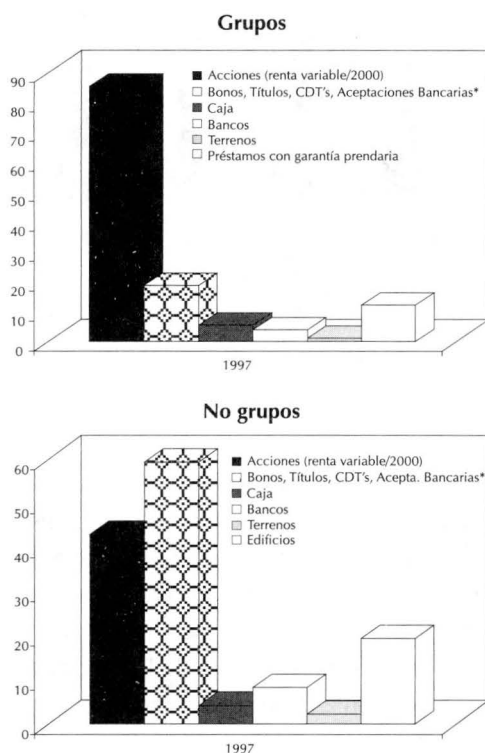
<sup>23</sup> Por ejemplo, Generali presentó un crecimiento de las utilidades de 1.688%, mientras que el de Colpatria fue de 350%.

de inversiones de las compañías que pertenecen a un grupo, mientras que en las individuales las inversiones se concentran en su mayoría en títulos de renta fija, seguidas por acciones y edificios (Gráfico 11).

No obstante, las aseguradoras pertenecientes a grupos económicos muestran una caída en la participación de las acciones en su portafolio entre 1995 y 2000, mientras que hubo un incremento en títulos de renta variable en las compañías independientes en 2000 (Gráfico 12).

Otra característica interesante de las inversiones en rubros como derechos de recompra, cuentas de par-

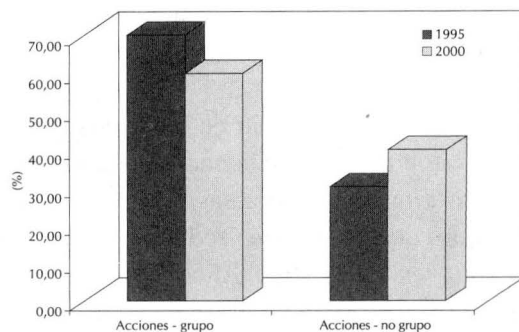
**Gráfico 11. COMPOSICIÓN PORTAFOLIO EMPRESAS DE GRUPOS Y NO GRUPOS**



\* Renta fija/2000.

Fuente: cálculos de los autores con base en Superintendencia Bancaria.

**Gráfico 12. PARTICIPACIÓN DE ACCIONES**



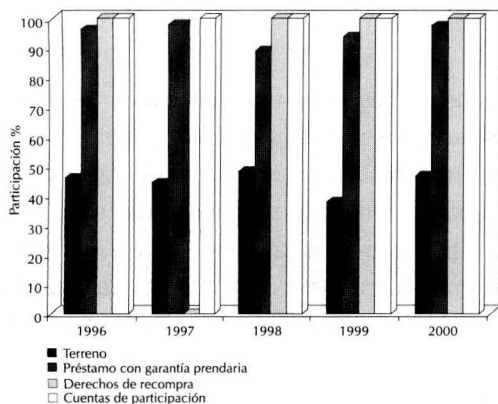
Fuente: cálculos de los autores con base en Superintendencia Bancaria.

ticipación en proyectos y préstamos con garantía prendaria, es que casi totalidad es realizada por compañías pertenecientes a grupos económicos (Gráfico 13). Los préstamos con garantía prendaria eran un recurso bastante utilizado por las compañías de grupos, dada la facilidad de prestar dinero entre entidades del mismo grupo. Sin embargo, a partir del nuevo régimen de inversiones establecido en 2000, esta ya no podrá ser una opción con la cual se respalden las reservas técnicas<sup>24</sup>.

Analizando la evolución de las inversiones en bienes raíces (edificios y terrenos) del sector, se observa una tendencia creciente de este rubro durante la primera mitad de la década con una aceleración del crecimiento a partir de 1996, especialmente en las inversiones en edificios (Gráfico 14). Este aumento puede explicarse por la valorización que presentaron los activos en la primera mitad de los noventa, estimulando la adquisición de edificios, especialmente por parte de las compañías pertenecientes a grupos económicos en busca de un buen rendimiento.

<sup>24</sup> En la nueva legislación sólo se permiten los préstamos con garantía de pólizas.

### Gráfico 13. GRANDES INVERSIONES DE LAS ASEGURADORAS PERTENECIENTES A GRUPOS ECONÓMICOS



Fuente: cálculos de los autores con base en Superintendencia Bancaria.

Adicionalmente, las condiciones del mercado en estos años eran favorables para que aquellas empresas que no lo habían hecho, adquirieran edificaciones para el establecimiento de su negocio.

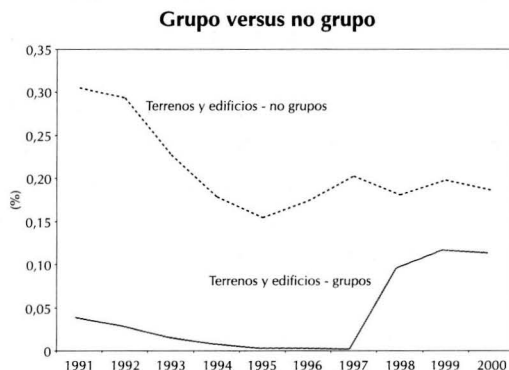
Como resultado de lo anterior, el *stock* de bienes inmuebles de las compañías aseguradoras al finalizar 2000 ascendió en el caso de las compañías de seguros generales a 135 mil millones de pesos, lo cual representa el 8% del total de inversiones.

La eliminación de la finca raíz como opción de inversión implica que las compañías aseguradoras tendrán que hacer un esfuerzo importante para ajustarse a la nueva normatividad, en una coyuntura po-co propicia y favorable para la venta de activos inmobiliarios, lo cual puede resultar en una pérdida considerable por el bajo nivel de los precios de este tipo de activos.

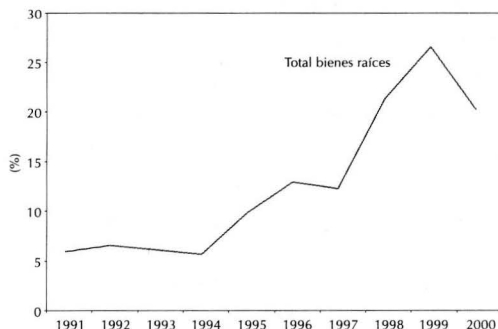
Otro conjunto de activos que también fue restringido de manera específica más que global con la nueva legislación es el de las inversiones en títulos de

renta variable. Por una parte, las acciones que se cotizan en bolsa deben cumplir con determinados requisitos de bursatilidad<sup>25</sup>. Por otra parte, la legislación prevé un tratamiento más estricto de las inversiones en empresas vinculadas que el que se tenía hasta ahora.

### Gráfico 14. PARTICIPACIÓN DE BIENES RAÍCES EN INVERSIÓN



#### Bienes raíces en el total de inversiones\*



\* Las inversiones usadas corresponden a las inversiones totales para el período 1991-1994 y las inversiones consideradas como respaldo por la Superintendencia Bancaria para el período 1995-2000.

Fuente: cálculos de los autores con base en Superintendencia Bancaria.

<sup>25</sup> Estas exigencias se hacen para los títulos de renta variable emitidos en el país por el sector real sin vinculación, con vinculación y los emitidos por el sector financiero con vinculación.

Estos elementos someten a las compañías a un proceso de ajuste de sus inversiones en acciones con un costo que puede ser alto si se tiene en cuenta el limitado grupo de papeles que cumple con condiciones de bursatilidad alta y media en el país (ver Anexo 4), según lo que exige la ley, y el *stock* de acciones que posee el sector en la actualidad (Gráfico 15). Adicionalmente, gran parte de las inversiones de las aseguradoras en acciones corresponden a acciones del sector real que no son cotizadas en bolsa, como las de empresas constructoras.

Por otra parte, la política para vinculados puede hacer más costoso el proceso de ajuste para las empresas pertenecientes a grupos que, como ya se mencionó, son las que tienen más inversiones en acciones dentro de su portafolio.

Adicionalmente, el nuevo régimen de inversión establece calificaciones de riesgo más exigentes para los bonos, títulos, depósitos a la vista, fondos de valores y sus participaciones, tanto domésticos como extranjeros, lo cual tiene un impacto sobre el rubro que hoy en día tiene la mayor participación dentro del portafolio de las compañías (35%). Dada la limitada oferta de títulos que hay en Colombia con

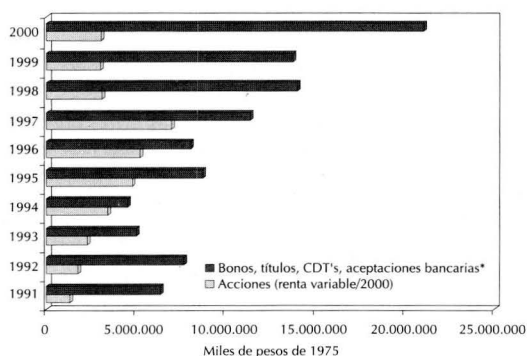
las calificaciones exigidas, es probable que el ajuste de las inversiones a los nuevos requerimientos conduzca a una concentración todavía mayor en títulos del gobierno.

En todos los casos mencionados, aunque especialmente en bienes raíces y acciones, las empresas aseguradoras tendrán que hacer un esfuerzo importante probablemente no exento de costos. Este costo parece más alto especialmente en las empresas pertenecientes a grupos económicos, dada la alta concentración de su portafolio en acciones (de entidades vinculadas), préstamos con garantía prendaria, cuentas de participación en proyectos y bienes raíces.

Finalmente, las compañías de seguros tienen dos caminos para poder cumplir con el plazo de ajuste de 7 años previsto en el decreto 94 de 2000. El primero consiste en sustituir las inversiones no permitidas por títulos de renta fija, como lo promueve la ley. El segundo es conservar las inversiones en bienes raíces y acciones no calificadas como parte de sus inversiones libres<sup>26</sup> y hacer uso de otras fuentes para respaldar sus reservas técnicas con inversiones en los rubros autorizados. No obstante, esto implicaría en muchos casos acudir al endeudamiento al finalizar el período para cumplir con lo previsto por la Superintendencia Bancaria, lo cual iría en contravía del objetivo de la ley de promover una mayor solvencia.

Las condiciones económicas actuales del país no hacen fácil la venta de los edificios y terrenos, sin contar con que algunas empresas no estarían interesadas en venderlos pues el arriendo de estos bienes les representa una fuente de ingresos. Tampoco es fácil sustituir en el portafolio buena parte de las

**Gráfico 15. EVOLUCIÓN DE ACCIONES Y TÍTULOS**



Fuente: cálculos de los autores con base en Superintendencia Bancaria.

<sup>26</sup> Las inversiones libres corresponden a la inversión del patrimonio y demás fondos diferentes a las reservas técnicas.

acciones ya que éstas han perdido valor en la coyuntura actual y especialmente las de las empresas constructoras, en cuyo caso su venta podría ocasionar una gran pérdida para las aseguradoras.

En resumen, la dificultad y los costos de este proceso de ajuste van a depender de la reglamentación que se haga de la ley por ejemplo en materia de vinculados, del desarrollo del mercado de capitales, pero en particular del desempeño de la economía hacia el futuro. Es de esperar que con una recuperación de la actividad económica se corrija el proceso de desvalorización de los activos en general, y especialmente del sector de la construcción, lo cual justificaría que se incluyera nuevamente dentro de las opciones de inversión, aunque con ciertas restricciones como está previsto en la legislación internacional.

## **V. EFECTOS DE LA REGULACIÓN DE LAS INVERSIONES SOBRE EL DESEMPEÑO DE LAS COMPAÑÍAS DE SEGUROS**

Como se dijo en el primer capítulo, para el logro de un manejo prudente de los portafolios la literatura identifica dos vías o tendencias radicalmente diferentes: la regulación basada en el supuesto de prudencia de los inversores y los regímenes sustentados en la restricción cuantitativa (Davis, 2001).

El primer camino denominado la regla de persona prudente, RPP, se centra en el comportamiento de los inversionistas y en el proceso de llevar a cabo las inversiones, más que en el resultado de las mismas. El regulador se interesa por los principios que han regido la elección de las inversiones, por la conducta de quienes manejan los activos y por el proceso de toma de decisiones. En este sentido, más que concentrarse en reglas externas, la regulación se basa en información sobre el manejo de las compañías y en los controles a la misma, siempre bajo el principio de la confianza.

La RPP está acompañada de una amplia diversificación de los activos y de la conciliación entre activos y pasivos, derivada, en algunos casos, de la aplicación de técnicas de manejo de activos y pasivos como el Asset Liability Management, ALM.

En el otro extremo se ubica la regulación denominada en la literatura "regulación cuantitativa de portafolio", la cual restringe las opciones de activos en los que una compañía puede invertir, impone límites cuantitativos sobre la adquisición de una clase de activo en particular (límites globales), o incluso restringe el tipo de emisor o las características que deben cumplir esos activos (límites específicos). Puede llegar además a establecerse que el riesgo global no debe sobrepasar cierto nivel. En general, se restringe la posesión de activos con rendimientos volátiles, liquidez baja y riesgo crediticio alto, dentro de los cuales se encuentran las acciones, las participaciones en capital y propiedad, los activos externos -incluso si la tasa de rendimiento es elevada-, y las inversiones en finca raíz.

En el mundo, sin embargo, la regulación no es exclusivamente de uno u otro tipo y nunca se ubica en uno de los dos extremos. En cualquier caso, lo que evidencia la literatura sobre el tema es que el tipo de regulación que adopten los países en materia de inversiones es un factor que incide en el desarrollo de los inversionistas institucionales -entre ellos las compañías aseguradoras-, ya que define las posibilidades de crecimiento, la diversificación de productos, la rentabilidad y la solidez.

Los inversionistas institucionales utilizan diferentes técnicas de manejo de su portafolio en un esfuerzo por operar en forma rentable y eficiente. Combinan estrategias para reducir el riesgo general del portafolio y los riesgos particulares de los activos y pasivos, procurando a la vez maximizar el rendimiento. Las utilidades de una compañía dependen del ma-

nejo de los activos y de la capacidad de generar ganancias con ellos, de forma que éstas sean superiores a los costos de atender los pasivos. Y es precisamente en este proceso de manejo del portafolio de inversiones en el que puede interferir la regulación. Si bien ésta puede reducir su exposición al riesgo y garantizar un mayor respaldo de las obligaciones para con los clientes, también puede llevar a las compañías a operar en forma diferente a la que lo harían en ausencia de normas externas.

En general, diferentes estudios han encontrado que la rentabilidad de las compañías es menor bajo regímenes de inversión con restricciones cuantitativas que bajo esquemas más flexibles, lo cual se deriva del hecho de que las restricciones impuestas por los reguladores impiden un manejo óptimo y eficiente del portafolio, y se traducen en una menor rentabilidad (Davis, 2001)<sup>27</sup> y (Lora y Salazar 1996)<sup>28</sup>.

### A. El manejo eficiente del portafolio

A través del manejo y asignación del portafolio, las compañías buscan alcanzar un intercambio (*trade-off*) óptimo entre el riesgo y el rendimiento. El objetivo es diversificar sus inversiones y lograr una combinación de activos que ubique a cada firma en la frontera de portafolios eficientes, que es precisamen-

te aquella donde no es posible aumentar el rendimiento sin a la vez aumentar el riesgo. El punto escogido dentro de la frontera depende de los objetivos de la firma en materia de rentabilidad, de sus preferencias, de su aversión al riesgo, pero también de las restricciones que enfrenta<sup>29</sup>.

La naturaleza de los pasivos de una compañía de seguros es el factor determinante para el manejo de las inversiones, ya que estas últimas deben garantizar un adecuado respaldo y el cubrimiento de los riesgos. Los pasivos pueden diferir en aspectos como el nivel de certidumbre y la temporalidad<sup>30</sup>, y estas características determinan el tipo de activos en los que se debe invertir. No obstante, el desarrollo de cualquier producto debe considerar la necesidad de conciliar activos con pasivos para el portafolio como un todo.

Para lograr lo anterior, las compañías construyen un portafolio de inversiones diversificado. Por ejemplo, los pasivos a tasas fijas tienen como contraparte inversiones a tasas de largo plazo; los pasivos que surgen del pago anticipado de las pólizas y de los préstamos sobre las pólizas se cubren con activos líquidos; y los pasivos a tasas variables tienen como contraparte inversiones en acciones, finca raíz y activos en el exterior, que evitan el riesgo inflacionario y ofrecen un rendimiento real positivo. Adicionalmente las aseguradoras utilizan opciones de futuros

---

<sup>27</sup> Davis (2001) encuentra, para una muestra de países de la OCDE, que resultan más favorables para los inversionistas institucionales las reglas de persona prudente o una regulación de inversiones más flexible, que la regulación basada en restricciones cuantitativas. El efecto de las restricciones es más negativo en el caso de los fondos de pensiones, pero también afecta al sector asegurador, especialmente en países desarrollados.

<sup>28</sup> Para el caso de Colombia, Lora y Salazar (1996) encuentran que la rentabilidad para los inversionistas institucionales se vio vulnerada con la imposición de nuevas normas en 1995 en materia de valoración de activos y por la imposición de límites sobre rentabilidad mínima o liquidez mínima a algunos tipos de inversionistas como los fondos de pensiones y cesantías.

---

<sup>29</sup> Estas restricciones incluyen la liquidez, el horizonte de inversión, la sensibilidad a la inflación, tasa de interés y tasa de cambio, la regulación, los impuestos y algunas consideraciones contables, entre los factores más importantes. La mayoría de estas restricciones están ligadas a la naturaleza de los pasivos pero también están asociadas a los riesgos de los activos.

<sup>30</sup> Pueden involucrar una temporalidad conocida como en el caso de los depósitos, una desconocida como en los seguros de personas, o incluso temporalidad y cantidades inciertas como las involucradas en los seguros generales.



o derivados como mecanismos para cubrirse de riesgos como el cambiario.

En la selección de los activos intervienen decisiones de largo plazo sobre la totalidad del portafolio (asignación "estratégica"), y ajustes de corto plazo relacionados con la rentabilidad (asignación "táctica"). En cualquiera de los dos casos, interviene la selección de cada clase de activos individuales.

Para lograr una asignación eficiente de los activos, combinando la asignación táctica con la estratégica, las compañías utilizan diferentes técnicas para el manejo del portafolio.

En primer lugar, el "Manejo de Activos y Pasivos" o "Asset Liability Management", ALM, es una técnica en la que básicamente se tiene en cuenta la naturaleza de los pasivos y se mantiene un balance entre los dos. Esto se hace a través de la conformación de un portafolio en el cual, a nivel global, se igualen los riesgos y la duración de los activos y pasivos. Sin embargo, las características de los activos individuales pueden diferir de aquellas de los pasivos.

En segundo lugar, se utiliza la llamada "inmunización", en la cual se va ajustando la duración de los activos a aquella de los pasivos con el fin de mantener una posición enteramente fuera de riesgo, especialmente de tasa de interés. Un caso particular de la inmunización es la "conciliación" o "matching", donde los activos replican exactamente la liquidez de los pasivos.

En tercer lugar, con el "shortfall risk" o aseguramiento del portafolio, se trata de evitar que movimientos hacia abajo en los precios pongan en riesgo los límites mínimos de solvencia. En esta técnica el inversionista maximiza el rendimiento del portafolio, sujeto a una probabilidad de que ocurra una pérdida. Con la aplicación de estas técnicas las compañías

buscan garantizar un adecuado manejo del riesgo y asegurar las condiciones de solvencia, combinando las dirigidas al manejo del portafolio global como ALM, con las de prevención de caída en los precios "shortfall risk". También se utilizan la "inmunización" y la "conciliación" para cubrirse de diferentes tipos de riesgo (tasas de interés, liquidez).

Además de estas técnicas, se adoptan otras estrategias para cubrirse de los riesgos de mercado inherentes a los pasivos y activos: crediticio, tasa de interés, liquidez, riesgo cambiario y riesgo de inflación, entre los más importantes.

Existe una multiplicidad de métodos que las compañías pueden adoptar para manejar el riesgo y lograr un rendimiento tal que ubique el portafolio en un punto óptimo. No obstante, este proceso se puede ver vulnerado por el tipo de regulación que adopten los países, en la medida en que puede restringir las opciones de inversión que conducen a la eficiencia.

Un ejemplo concreto se refiere a los ajustes de portafolio. En la eventualidad en que las condiciones económicas coyunturales cambien, por ejemplo se alteren los mercados de valores, monetarios y de finca raíz y con ello el valor relativo de los activos, o bien simplemente se modifiquen los pronósticos, las compañías se sitúan temporalmente en un punto subóptimo por debajo de la frontera eficiente de inversión. En respuesta a esta situación, éstas deben poder rápidamente ajustar su portafolio a las nuevas condiciones de forma tal que otra vez alcancen un punto óptimo. Una regulación cuantitativa que restrinja las opciones de inversión, los porcentajes de las inversiones permitidas y/o los tipos de emisor<sup>31</sup>,

---

<sup>31</sup> Los límites por emisor pueden ser incluso innecesarios si hay un mandato explícito de diversificación del portafolio.

hace que los portafolios sean inflexibles impidiendo un ajuste rápido de las inversiones. Esto conduce a las compañías a manejar su balance en forma ineficiente de manera permanente, con consecuencias negativas sobre la rentabilidad y, más grave aún, sobre la solvencia en el tiempo.

## **B. Efectos de la regulación en el manejo del portafolio**

La regulación tienen efectos importantes en las decisiones de inversión de los inversionistas institucionales en la medida en que afecta el manejo de su portafolio, la rentabilidad y por ende su crecimiento y desarrollo. Davis (2001) encuentra que, para el caso de las compañías de seguros y fondos de pensiones, los países o sectores que operan bajo la regulación con reglas de persona prudente tienen retornos más altos que aquellos con restricciones cuantitativas.

La literatura internacional argumenta, además, que una diversificación de las inversiones basada en normas de persona prudente y sumada a reglas sobre los niveles de solvencia y de requerimientos de capital, pueden ser suficientes para proteger a los beneficiarios sin necesidad de imponer excesivas restricciones sobre los activos.

En cuanto a las compañías de seguros, existen argumentos a favor de las restricciones cuantitativas de portafolio, especialmente cuando los pasivos se establecen a tasas fijas. En estos casos, es necesario que posean activos de igual duración y con un alto grado de liquidez, lo cual justifica una alta proporción de bonos en el stock de inversiones de las reservas técnicas. Por su parte, las reglas de persona prudente pueden ser más apropiadas entre más competitivo sea el sector, y entre mayor sea la porción de productos a tasas variables frente a los de tasas fijas. Pero incluso, para estos últimos, el autorizar

el uso de instrumentos más sofisticados del mercado como derivados, puede permitir un mejor cubrimiento de los riesgos y mayor eficiencia.

Es comúnmente aceptado, en términos más generales, que en un mercado de seguros competitivo con firmas que buscan aumentar las tasas de retornos de sus activos financieros para desarrollar nuevos productos y competir con alternativas<sup>32</sup>, se requiere de un conjunto de opciones más amplio y flexible que el que generalmente permite la regulación cuantitativa<sup>33</sup>.

No obstante, la regulación basada en restricciones cuantitativas es necesaria y justificada en algunos casos dependiendo de las características de desarrollo de los países y de los sectores en particular, de la volatilidad de las variables macroeconómicas y la exposición al riesgo, y del tamaño y dinamismo del mercado de capitales, entre otros aspectos.

Influyen también en forma importante aspectos institucionales como el grado de preparación o la experiencia en el manejo de los activos de las compañías reguladas, y la calidad de los controles internos, de la autoregulación y de las estructuras administrativas. Por el lado del regulador, también son fundamentales aspectos como la experiencia de las autoridades regulatorias y la calidad de la labor de supervisión.

En cualquier caso, las recomendaciones internacionales insisten en que las restricciones cuantitativas a las inversiones no son el mejor camino en el largo

---

<sup>32</sup> Con fondos mutuos, por ejemplo.

<sup>33</sup> Esto incluye aspectos como poder tomar ventajas de la diversificación del riesgo ofrecida por las inversiones internacionales, o reducir los costos del manejo de los riesgos tradicionales de liquidez a través del uso de derivados.

plazo, a pesar de ser deseables en el corto plazo bajo circunstancias específicas de los países. El aumento gradual de los activos autorizados en el régimen de inversiones de los inversionistas institucionales da un tiempo para una mejor preparación de los regulados y de los reguladores, y para que se desarrollen regímenes de inversión más sofisticados que se adapten a las necesidades de los inversionistas.

### **C. Impacto de una regulación basada en restricciones cuantitativas**

Si los portafolios son inflexibles y concentrados en cierto tipo de activos, éstos no pueden cambiar en forma rápida ni se facilita hacer sustituciones de activos en respuesta a cambios en las condiciones estructurales del mercado financiero y de los papeles.

Además de la velocidad y la dificultad de los ajustes de corto plazo, las restricciones cuantitativas al portafolio interfieren en las respuestas óptimas para el manejo del riesgo. Tal es el caso del riesgo de movimientos hacia abajo de los precios de los activos ("shortfall risk") y el manejo de activos y pasivos, ALM, utilizado para la conciliación de la madurez de activos y pasivos, en la medida en que se limita el grado en el cual la composición de activos puede variar para adecuarse a los pasivos. Adicionalmente, la regulación puede impedir la adopción de técnicas de "inmunización", cuando lo que se quiere lograr es una situación de neutralidad en riesgos como el de tasa de interés y el riesgo cambiario. Por ejemplo, esto sucede si se limita el uso de instrumentos como derivados, o si se impiden cambios necesarios en la duración de los activos.

Adicionalmente, la regulación cuantitativa puede limitar las utilidades que se derivan de una asignación de tipo táctica orientada a hacer ajustes de corto plazo, al restringir las posibilidades de esco-

gencia entre las clases de activos y/o los porcentajes en los cuales se puede invertir (límites globales), y los emisores (límites específicos).

Por ejemplo, la regulación cuantitativa puede reducir la tasa de retorno del portafolio, debido a que este esquema se orienta hacia una alta concentración en bonos y en activos domésticos, en detrimento de otros activos que ofrecen mayor rentabilidad como acciones y activos en el exterior. Se ha evidenciado que los países<sup>34</sup> con portafolios basados en restricciones cuantitativas contienen una mayor participación de bonos frente a las acciones y activos externos, que aquellos conformados bajo reglas de persona prudente<sup>35</sup>.

Por otra parte, la regulación cuantitativa restringe las inversiones en finca raíz, situación que impide un cubrimiento adecuado de cambios en los precios y una protección frente a la alta sensibilidad de los pasivos a la inflación, una situación característica de las compañías de seguros.

En estas compañías, las inversiones de las reservas técnicas sujetas a una regulación más estricta tienden a concentrarse más en bonos, mientras las inversiones libres lo hacen en otros activos como acciones, bienes raíces, activos en el exterior, activos que en general son más rentables (Dickinson, 1998). No obstante, una alta participación de bonos en el portafolio de las reservas técnicas puede generar problemas graves, ya que estas compañías poseen pasivos altamente sensibles a la inflación, y por lo tan-

---

<sup>34</sup> Davis (2001) hace un estudio empírico para los países de la OECD.

<sup>35</sup> Incluso se argumenta que los gobiernos tienden a considerar los fondos de pensiones y las compañías de seguros como medios para financiar los requerimientos fiscales a través de grandes inversiones en títulos de deuda pública.

to deben poder cubrirse de este riesgo. La amenaza concreta para estas compañías surge del hecho de que una reducción de la inflación puede conducir a que los rendimientos de los bonos se ubiquen por debajo de las garantías de las pólizas. Una manera de minimizar este riesgo es invirtiendo en activos con rendimientos reales (bonos indexados, acciones extranjeras, finca raíz), los cuales usualmente están restringidos por la regulación en algún grado.

Adicionalmente, los problemas generados por una regulación restrictiva pueden surgir de manera diferente según la rama de seguros, ya que en algunos países la regulación tiene en cuenta la naturaleza de los pasivos e impone diferentes restricciones a las inversiones en función de los productos ofrecidos.

Otro de los problemas de la legislación cuantitativa es que tiende a enfocarse en el riesgo y la liquidez de un activo individual, y a desconocer que lo relevante es la posición global de liquidez y no la de un instrumento individual. Se tiende a desconocer también que, a nivel del portafolio, el riesgo crediticio y la volatilidad en los precios se pueden reducir a través de la diversificación.

Desde el punto de vista institucional, una regulación muy restrictiva desestimula un manejo eficiente del portafolio, el conocimiento y la aplicación de nuevas técnicas que apunten a lograr rendimientos más elevados y riesgos más reducidos. Cuando la función de quienes manejan los activos es simplemente la de acogerse a las normas cuantitativas, se desincentiva la competencia y la búsqueda de nuevas opciones, lo cual afecta el desarrollo de nuevos productos de la industria per se y desestimula la inversión extranjera en el sector (Davis y Steil, 2000).

Las restricciones cuantitativas tienen también efectos sobre la economía en su conjunto en la medida en que conducen a una asignación ineficiente del ca-

pital. Bajo este esquema, buena parte de los recursos se invierte en bonos especialmente públicos, mientras una pequeña porción en actividades del sector real.

#### **D. Efectos de la regulación cuantitativa en Colombia (Decreto 94 de 2000)**

En el caso colombiano, es evidente que las características del país, del mercado financiero y de capitales, y el funcionamiento interno de las compañías de seguros, justifican la aplicación de normas prudenciales basadas en restricciones cuantitativas. Sin embargo, como sucede en otros países con regulaciones de este tipo, y como lo sugiere la literatura internacional, la tendencia hacia una regulación más estricta que se profundizó en 2000 con el decreto 94 en Colombia, puede generar problemas en el manejo de su portafolio e ir en contra de una rentabilidad adecuada, poniendo incluso en peligro la solvencia futura. En particular, es posible derivar algunos inconvenientes para el buen manejo de activos y pasivos y para la diversificación del portafolio de las compañías, debido a las limitadas opciones que surgen de un mercado de capitales pequeño, combinado con restricciones específicas para la inversión en activos financieros.

En primer lugar, en la actualidad la economía colombiana se ha tornado más volátil que lo que era unos años atrás, lo cual se evidencia especialmente en las variables relacionadas con la tasa de interés, inflación, tasa de cambio y la tasa de retorno de los activos financieros. A mediados de la década de los noventa la Misión de Estudios del Mercado de Capitales (1996) mostró que la volatilidad de dichas variables no era elevada comparada con otros países de la región latinoamericana, pero sí era significativa en el contexto de la evolución de la economía doméstica. Un estudio posterior (Arbeláez y Zuluaga, 2000) comprobó que la volatilidad de dichas va-

riables aumentó considerablemente después de mediados de la década pasada, en especial después de la crisis que se inició en 1997 y particularmente para la tasa de cambio, la tasa de interés y el retorno de los activos financieros. Esto sugiere que el riesgo de mercado se ha incrementado, y en esta medida es importante que las autoridades prevengan una excesiva exposición a los riesgos de mercado. Sin embargo, también debe otorgarse a las compañías la posibilidad de lograr un balance adecuado en el que puedan tener acceso a una amplia gama de instrumentos que les permita cubrirse de estos riesgos.

En segundo lugar, los mencionados estudios evidencian que el mercado de capitales en Colombia es extremadamente pequeño y poco desarrollado, incluso comparado con países de similar nivel de desarrollo. El crecimiento que se ha registrado a lo largo de la década ha sido el resultado de un mayor dinamismo del mercado de deuda pública, con poca *diversificación* en cuanto a la transacción de nuevos instrumentos y/o a las transacciones de acciones. La gama de opciones de inversión de las compañías de seguros en Colombia, y en general de los inversionistas institucionales, es aún limitada independientemente de la legislación sobre las inversiones. Incluso, las limitaciones pueden ser mayores si la regulación exige altos grados de calificación para los títulos e índices exigentes de bursatilidad para las acciones, aunque también es una garantía de mayor seguridad.

En tercer lugar, como se vio en el primer capítulo, las compañías de seguros han mostrado desde 1997 un desempeño menos favorable que no sólo puede atribuirse al desempeño de la actividad sino a las escisiones de las compañías más grandes. En particular, la caída de la rentabilidad sobre el patrimonio y sobre los activos dan cuenta de esto, y asimismo el indicador de respaldo de las inversiones

se ha deteriorado evidenciando una menor solvencia. Estos resultados justifican una regulación más restrictiva en el corto plazo, que tienda a reducir el riesgo del portafolio y a que las compañías alcancen indicadores adecuados de solvencia. Sin embargo, no es aconsejable que la regulación responda únicamente a las condiciones coyunturales, pues por esta vía se pueden incluso profundizar los problemas que afectan a un determinado sector. En este sentido, debe entenderse como una regulación transitoria que tienda a flexibilizarse en el mediano plazo.

Si bien la nueva legislación colombiana en materia de inversiones tiene características similares a las observadas en otros países, puede tener efectos negativos sobre el desempeño del sector. En particular, puede conducir a que el portafolio sea relativamente inflexible y que sea difícil adaptarlo a cambios en las condiciones del mercado mediante ajustes de corto plazo. Esto puede conducir a las compañías a manejar su balance en forma ineficiente de manera permanente, con consecuencias negativas sobre la rentabilidad.

Adicionalmente, la regulación colombiana puede reducir la tasa de retorno del portafolio frente a la que resultaría sin las restricciones impuestas por las autoridades, debido a que este esquema se orienta hacia una participación minoritaria de activos que ofrecen alta rentabilidad como acciones y activos en el exterior.

Por otra parte, y quizás uno de los problemas más evidentes, es que la nueva regulación restringe completamente las inversiones en finca raíz, situación que impide un cubrimiento adecuado de cambios en los precios y una protección frente a la alta sensibilidad de los pasivos a la inflación. En la medida en que el proceso de desvalorización de los bienes raíces se detenga, ésta podría volver a ser una opción rentable de inversión, por lo cual debería eva-

luarse si se justifica obligar al sector asegurador a incurrir en el costo de sustituir estas inversiones dentro de su portafolio.

Finalmente, otro de los potenciales inconvenientes de la nueva legislación para el manejo del portafolio es que restringe las posibilidades de hacer préstamos con garantías (excepto con garantías de pólizas), quitándole a las compañías instrumentos para manejar riesgos en los activos que compensen aquellos de los pasivos.

La evidencia internacional da algunas ideas hipotéticas como las anteriormente descritas, sobre canales a través de los cuales la regulación incide en el manejo del portafolio de las compañías de seguros y en la rentabilidad. Sin embargo, es posible cuantificar algunos de estos afectos a través de un modelo cuantitativo como se presenta en la siguiente sección.

### **E. Impacto cuantitativo de la regulación de inversiones para las compañías aseguradoras en Colombia**

Con el fin de dar soporte empírico a la hipótesis que sugiere que la legislación colombiana, y en especial el decreto 094 de 2000, afecta el manejo del portafolio y el rendimiento de las compañías aseguradoras, se plantea un modelo<sup>36</sup> basado en la metodología de Markowitz (1952). Este modelo, apli-

cado al conjunto de las compañías de seguros en el país, permite cuantificar el impacto de la nueva legislación<sup>37</sup>, comparándolo con un escenario hipotético sin restricciones donde las compañías se ubican en una frontera óptima de manejo de su portafolio.

En concreto, el ejercicio evalúa los efectos sobre el manejo del portafolio y sobre la rentabilidad de las compañías, una vez introducidas las restricciones impuestas por la legislación sobre las inversiones. Se parte del hecho de que, en ausencia de ellas y dado un conjunto de activos en el mercado con diferentes características, plazos y rentabilidades, una compañía tipo escoge un portafolio de inversiones que minimice el riesgo y maximice la rentabilidad. Al introducir las restricciones impuestas por la regulación, el portafolio de inversiones debe modificarse, y con él la utilidad y los niveles de rentabilidad.

La hipótesis de partida se basa en que, en el primer caso, las compañías se ubican en un punto eficiente de la frontera de portafolio, mientras que con las restricciones están obligadas a ubicarse en un punto subóptimo con efectos negativos en materia de rentabilidad. Adicionalmente, se parte del hecho de que el cambio de legislación en 2000 frente a la vigente según el decreto 1917 de 1996, también condujo a una modificación importante en el portafolio de inversiones de las compañías aseguradoras.

Para efectos de lo anterior, se plantea un escenario sin restricciones cuantitativas a la inversión de las reservas técnicas aunque con limitaciones dadas por el grado de aversión al riesgo propias de cualquier proceso de escogencia del portafolio, con

---

<sup>36</sup> Un modelo similar fue utilizado por Lora, Salazar (1996) aplicado al caso de varios inversionistas institucionales. En el mencionado trabajo, se diseñó un método para evaluar el efecto de diferentes cambios en la legislación introducidos a mediados de la década de los noventa sobre el portafolio de activos y la rentabilidad de cada uno de los inversionistas institucionales del país. Se buscaba probar si dichas regulaciones realmente cumplían su objetivo de proteger a los usuarios, pero también si la combinación de ellas afectaba negativa o positivamente el desempeño de los diferentes tipos de entidades analizadas.

---

<sup>37</sup> Además de considerar las restricciones planteadas en el decreto 094 de 2000, también se incluyen aquellas correspondientes al último proyecto de decreto reglamentario preparado por la Superintendencia con fecha septiembre de 2001.



dos escenarios adicionales que introducen las restricciones de las mencionadas legislaciones.

## 1. Marco teórico

En aras de optimizar el proceso de inversiones, las compañías buscan escoger los activos de su portafolio de manera tal que minimicen el riesgo y maximicen el rendimiento<sup>38</sup>. En concreto, el problema del inversionista en un momento del tiempo  $t$  es escoger una participación de los activos que maximice la función de utilidad, la cual está determinada por estas dos variables en una proporción que depende de la preferencia por el nivel de riesgo. Se plantea entonces la maximización de una función de utilidad de tipo Cobb-Douglas:

$$\max U_{k,t} = (r_{k,t})^{(1-\beta_k)} \left( \frac{1}{\sigma_{k,t}^2} \right)^{\beta_k} \quad (1)$$

donde  $k$  son las compañías,  $r_{k,t}$  representa el rendimiento del portafolio escogido por la compañía  $k$  en el momento del tiempo  $t$ ,  $\sigma_{k,t}^2$  es el riesgo asociado con dicho portafolio y  $\beta_k$  representa el peso que cada compañía asigna al riesgo dentro de las preferencias de la escogencia del portafolio, es decir, representa la actitud frente al riesgo.  $\beta_k$  varía entre 0 y 1, siendo adverso al riesgo aquel inversionista que prefiere sacrificar rentabilidad con el fin de evitar un mayor riesgo cuando  $\beta_k$  se acerca a 1, y más propenso a asumir riesgo cuando  $\beta_k$  se acerca a 0.

A su vez, la variable de riesgo está dada por:

$$\sigma_{k,t}^2 = \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n x_{i,k,t} x_{j,k,t} \sigma_{ij} \quad (2)$$

<sup>38</sup> Se asume un comportamiento homogéneo por parte de las compañías, y por lo tanto todas ellas buscan maximizar la función de utilidad en la forma descrita. En este sentido, el modelo aplica a una compañía inversionista tipo que se considera representativa.

donde  $\sigma_{k,t}^2$  es la varianza del portafolio de la compañía  $k$  en el tiempo  $t$ ,  $n$  es el número de activos en los que se invierte,  $x_i$  y  $x_j$  es la participación de las inversiones en el activo  $i$  y en el activo  $j$  dentro del total invertido, y  $\sigma_{ij}$  es la covarianza de los rendimientos de los activos  $i$  y  $j$ .

La rentabilidad está dada por:

$$r_{k,t} = \sum_{i=1}^n r_{i,t} x_{i,k,t} \quad (3)$$

donde  $r_{k,t}$  es la rentabilidad promedio del portafolio de la compañía  $k$  en el tiempo  $t$  y  $r_{i,t}$  representa el rendimiento del activo  $i$ .

Las restricciones que enfrenta cada compañía  $k$  son las siguientes:

La suma de las participaciones de cada activo en el portafolio de cada empresa, deberá ser igual a uno

$$\sum_{i=1}^n x_{i,k,t} = 1 \quad (4)$$

y dichas participaciones no podrán ser negativas, pero si iguales a cero.

$$x_{i,k,t} \geq 0 \quad (5)$$

Por otro lado, las compañías enfrentan una restricción de liquidez que está determinada por los plazos  $p$  de los diferentes papeles invertidos  $i$ . Cada inversionista debe tener recursos disponibles para poder responder a las obligaciones adquiridas con los beneficiarios, para lo cual debe invertir una parte de sus recursos en papeles de corto plazo. El plazo del portafolio (en promedio) no podrá ser mayor a un plazo máximo.

$$\sum_{i=1}^n x_{i,k,t} p_i \leq \bar{p} \quad (6)$$

Los límites impuestos por la legislación que se introducen en el modelo se refieren a los límites globales por instrumento, es decir, los que señalan el porcentaje máximo de las reservas técnicas que cada compañía puede invertir en un activo determinado. En términos formales, esta restricción se expresa de la siguiente forma:

$$x_{i,k,t} \leq \overline{x_{i,t}} \quad (7)$$

donde se establece que la inversión en el activo  $i$  no puede sobrepasar un determinado porcentaje según el decreto 094 de 2000 y el proyecto reglamentario.

#### a. Descripción de los datos utilizados en el modelo

El modelo se corrió para un inversionista representativo que maximiza la función de utilidad expresada anteriormente. La escogencia de los activos incorporados en el modelo se basó en información sobre las inversiones de las compañías aseguradoras en Colombia en los años recientes<sup>39</sup>. Se seleccionaron los activos más representativos dentro del portafolio, aunque se incluyeron además aquellos que no son permitidos por la regulación pero que también son opciones de inversión en el mercado. Esto se hizo con el fin de mostrar un escenario hipotético (*benchmark*) en el cual no existen las restricciones para invertir en los activos disponibles en el mercado<sup>40</sup>.

Los activos considerados en el modelo fueron los siguientes:

- *Inversiones domésticas*: TES clase B, Acciones, Títulos de renta fija (CDTs), Finca raíz<sup>41</sup>, Préstamos con garantía hipotecaria y con garantía de pólizas, Fondos nacionales con inversiones domésticas, Fondos nacionales con inversiones en el exterior, Depósitos a la vista, Titularizaciones y Financiación de primas.
- *Inversiones en el exterior*: Títulos de renta fija de gobiernos extranjeros, Otros títulos de renta fija (CDTs), Depósitos en entidades financieras, Fondos de inversión extranjeros con inversiones en renta fija, Fondos de inversión extranjeros con inversiones en renta variable<sup>42</sup>.

A cada uno de los mencionados activos corresponde una rentabilidad específica como se observa en el Anexo 5

## 2. Metodología y restricciones impuestas

Para efectos de evaluar las modificaciones en el manejo del portafolio, y en la utilidad y rentabilidad que una compañía obtiene del mismo, se realizaron tres escenarios.

El primero (escenario base o *benchmark*) corresponde a un mundo sin restricciones, es decir aquel en el cual las compañías pueden invertir el 100% de sus reservas técnicas en cualquiera de los activos

<sup>39</sup> Se utilizaron los datos de la Superintendencia Bancaria desagregados a nivel de cada compañía.

<sup>40</sup> Cabe anotar que este grupo de activos se ha escogido tomando en cuenta la regulación de otros países y la misma regulación colombiana anterior (1996), donde la inversión en los mismos con restricciones es permitida.

<sup>41</sup> Los activos de bienes raíces fueron permitidos con restricciones cuantitativas hasta el decreto 094, en el cual ésta no se permite como una opción de inversión.

<sup>42</sup> La legislación colombiana, y en especial el proyecto de reglamentación del decreto 094, incorpora restricciones sobre un conjunto de activos específicos con un mayor nivel de detalle. Sin embargo, la imposibilidad de conseguir series de rentabilidad para cada uno de ellos con las especificaciones que establece la ley, hacen necesario adoptar activos más agregados cuya rentabilidad se conoce en el mercado, o bien puede ser medida a través de buenas aproximaciones.

considerados en el ejercicio. Las únicas restricciones impuestas son las relacionadas con la necesidad de tener un mínimo de liquidez en el portafolio (restricción (6)) y con el grado de aversión al riesgo. En el segundo (escenario 1996) se introducen las restricciones globales a la inversión consignadas en el decreto 1916 de 1996 (Cuadro 2). El tercero (escenario 2000) es aquel que incorpora los límites globales a la inversión de las reservas técnicas según el decreto 094 de 2000 y el proyecto de reglamentación de septiembre de 2001 (Cuadro 3).

Las restricciones impuestas son de la forma

$$x_{i,k,t} \leq \bar{x}_{i,t} \tag{7}$$

donde  $i$  son los activos y  $\bar{x}_{i,t}$  es el porcentaje máximo de las reservas técnicas que puede ser invertido en

**Cuadro 2. RESTRICCIONES ESCENARIO 1996<sup>1</sup>**

Código activo	Relación	Restricción %
TES	<	100
ACC	<	60
PGH	<	10
PGP	<	5
BRN	<	15
FX1	-	x
FNX	<	30
DEP	<	30
DEX	-	x
CDT	<	40
TBX	<	50
FNN	<	30
XDT	-	x
FX2	-	x
TIT	<	40
FPR	<	100
Σi X	<	40

<sup>1</sup> Vale la pena aclarar que para este escenario se escogieron las restricciones más laxas o flexibles (los porcentajes más altos) entre las inversiones obligatorias y las inversiones admisibles de las reservas técnicas. Esto se hizo con el fin de capturar todas las posibilidades de inversión de las compañías de acuerdo con el decreto 1916 de 1996.  
Fuente: Decreto 1916 de 199

**Cuadro 3. RESTRICCIONES ESCENARIO 2000**

Código activo	Relación	Restricción %
TES	<	100
ACC	<	30
PGH	=	0
PGP	<	5
BRN	=	0
FX1	<	30, x
FNX	<	5
DEP	<	2
DEX	<	30, x
CDT	<	100
TBX	<	30, x
FNN	<	100
XDT	<	30, x
FX2	<	30, x
TIT	<	30
FPR	=	0
Σi X	<	30

<sup>1</sup> Las restricciones para este escenario se basan en las consignadas en el proyecto de reglamentación del decreto 094 de 2000 con fecha septiembre de 2001. El proyecto no es claro en cuanto al porcentaje permitido para las inversiones en activos en el exterior, y lo que aquí se asume es que la suma de todos ellos no puede ser superior a 30% del total de inversiones.  
Fuente: Decreto 094 de 2000 proyecto reglamentario.

cada activo según la ley.  $t$  corresponde a  $t_0$  sin restricciones, y a  $t_{96}$  y  $t_{00}$  con las restricciones impuestas en 1996 y en 2000<sup>43</sup>.

Finalmente se consideraron tres clases de agentes diferenciados según su propensión marginal al riesgo, expresado este último en términos del parámetro

<sup>43</sup> Tanto en el decreto 1916 de 1996 como en el 094 de 2000 existen límites específicos además de los globales que también tienen una incidencia importante en la escogencia del portafolio de inversiones y en consecuencia en la rentabilidad del mismo. Sin embargo, debido a la dificultad de cuantificarlas este tipo de restricciones, éstas no fueron tenidas en cuenta en el modelo. A lo largo del trabajo se mencionan sin embargo los efectos posibles de algunas de ellas.

$\beta$  de la ecuación (1). Para el agente representativo menos adverso al riesgo (A) se asumió una propensión marginal al riesgo equivalente a 0,2; para aquel con aversión al riesgo media (B) la propensión marginal es de 0,5; y finalmente al agente más adverso al riesgo (C) se le asignó una propensión marginal de 0,8.

### 3. Resultados de los ejercicios de optimización

Los resultados son presentados según los diferentes escenarios y en cada uno se muestran los tres casos de propensión marginal al riesgo. En primera instancia se presenta la distribución del portafolio de inversión de una compañía de seguros representativa, la cual es producto de la maximización de utilidad bajo los tres parámetros de restricciones. Posteriormente, se derivan los resultados y modificaciones en términos de utilidad y rentabilidad del portafolio de inversión.

### 4. Selección del portafolio de inversiones<sup>44</sup>

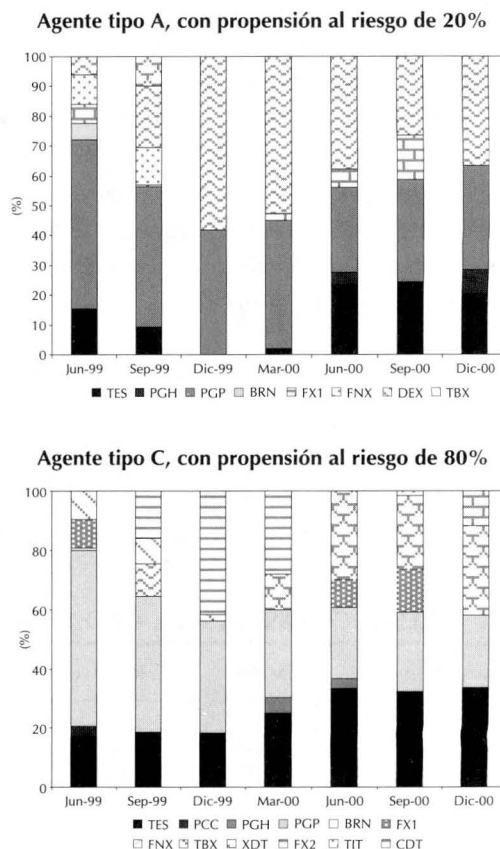
#### a. Escenario Base o Benchmark

En ausencia de restricciones, se asume que el inversionista maximiza su utilidad enteramente en función del riesgo y del rendimiento de los instrumentos del mercado, lo cual lo ubica en una frontera de portafolios óptima.

La escogencia del portafolio se presenta en el Gráfico 16, que corresponde a los dos extremos de agentes: amantes (A) y adversos al riesgo (C). Los resultados detallados del ejercicio para los tres tipos de agentes se presentan en el Anexo 6.

<sup>44</sup> Un supuesto fuerte detrás del modelo es que los agentes tienen información perfecta, una situación diferente a la realidad que enfrentan dichas compañías.

**Gráfico 16. DISTRIBUCIÓN DEL PORTAFOLIO CON RESTRICCIONES DE MERCADO**



Fuente: Modelos de optimización, cálculos de los autores.

En términos generales se observa que las compañías invierten una parte importante de sus reservas técnicas en TES, aunque con porcentajes mayores cuando se trata de agentes con mayor aversión al riesgo (agentes C). En el caso de agentes poco adversos al riesgo (agentes A), el porcentaje de inversión en TES es de 20% del total del portafolio en 2000, mientras que es de 32% y 34% en la medida en que aumenta la aversión al riesgo ( $\beta = 0,5$  y  $0,8$ ). Este resultado es previsible dado el riesgo cero que involucran los títulos del Gobierno. Por otra parte, hay un porcentaje importante de préstamos con garantía

prendería dentro del total del portafolio (cuyo rendimiento es atractivo dado el valor seleccionado en el ejercicio), aunque más reducido en la medida en que los inversionistas son más adversos al riesgo.

Los agentes amantes del riesgo invierten un porcentaje importante de sus activos en depósitos en el exterior, mientras aquellos adversos al riesgo lo hacen más bien en títulos de renta fija tanto nacionales como extranjeros. De la misma forma, estos últimos agentes también invierten en fondos extranjeros con inversiones en renta fija en épocas de altos rendimientos de estos activos, contrario a los agentes tipo A que lo hacen en fondos extranjeros con inversiones en acciones.

Finalmente, cabe destacar que, en junio de 1999, un porcentaje del orden de 6% se invierte en bienes raíces, cifra en todo caso inferior para los agentes adversos al riesgo. A partir de septiembre del mismo año estas inversiones desaparecen, lo cual se origina en la drástica y permanente caída en la rentabilidad de este tipo de activos (Gráfico 17). Incluso, en épocas de baja rentabilidad de la finca raíz hay un porcentaje de inversiones no despreciable en este tipo de activos. Lo anterior muestra el interés de las com-

pañías en esta opción y sugiere que, en ausencia de restricciones, el repunte de los precios la finca raíz implicaría que nuevamente estos activos formen parte importante del portafolio de inversiones, como de hecho se ha observado en otras épocas.

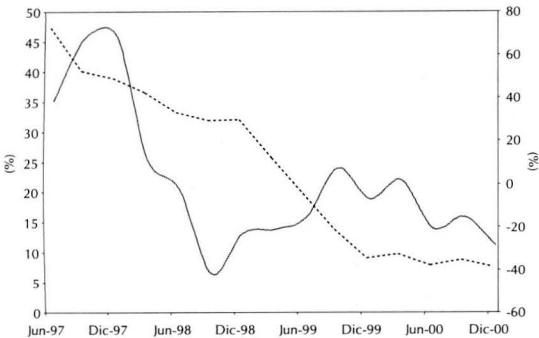
Lo mismo sucede con las inversiones en acciones cuyo porcentaje de inversión es muy bajo, de apenas 4% en el total de inversiones, para el período de junio de 1999 para los agentes B y C. Esto se deriva de la baja rentabilidad de este tipo de instrumentos en el período de análisis considerado (Gráfico 17). Los inversionistas invierten poco en acciones en épocas de bajo rendimiento de las mismas, pero es claro que sigue siendo una opción de inversión que se incrementa a medida que su rentabilidad mejora.

**b. Escenario 1996<sup>45</sup>**

Los resultados de este escenario que incorpora las restricciones globales del decreto 1916 de 1996 se presentan en el Gráfico 18. En ellos se observa hay un claro cambio en el portafolio de activos por parte del inversionista frente al escenario base.

Los TES siguen teniendo una participación importante en el portafolio de activos, con porcentajes similares al escenario base para todos los agentes<sup>46</sup>.

**Gráfico 17. RENTABILIDAD DE BIENES RAÍCES NACIONALES Y DE LAS ACCIONES (IBB)**

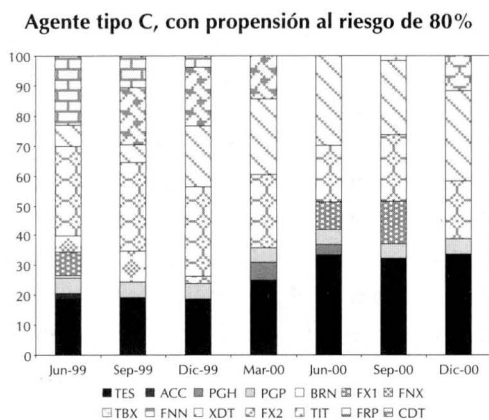
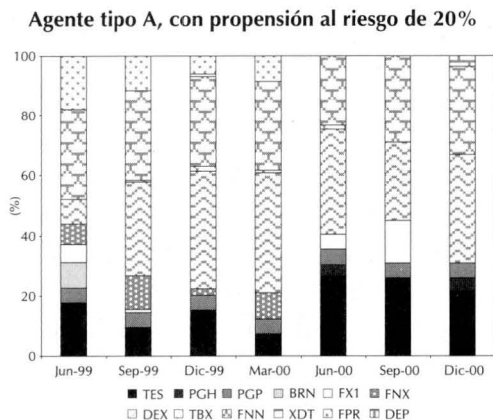


Fuente: DANE, Superintendencia de Valores y cálculos de los autores.

<sup>45</sup> Vale la pena aclarar que los resultados de este ejercicio no pretenden replicar la realidad, aunque el portafolio de inversiones guarda alguna similitud con las inversiones que han realizado las compañías bajo la regulación de 1996. En el modelo se asume perfecta información por parte de los agentes tanto del riesgo como de la trayectoria de la rentabilidad, y el riesgo de los activos que perciben los agentes en el modelo se basa en un comportamiento pasado y ya conocido de la rentabilidad y de la volatilidad de la misma.

<sup>46</sup> Los porcentajes son similares para los agentes adversos al riesgo (B y C), aunque se reduce ligeramente para los de tipo A frente al escenario base o *benchmark*.

## Gráfico 18. DISTRIBUCIÓN DEL PORTAFOLIO CON RESTRICCIONES DE MERCADO Y LEGISLACIÓN 1996



Fuente: Modelos de optimización, cálculos de los autores.

Por otra parte, adquieren una enorme importancia dentro del portafolio las inversiones en fondos nacionales con inversiones domésticas, especialmente para los agentes menos adversos al riesgo, llegando a representar en 2000 el 30% del total de portafolio. En contraste, los préstamos con garantía prendaria dentro del portafolio total se reducen de porcentajes de 35% y 26% para los agentes A y B respectivamente, a sólo 5%, lo cual se debe a las restricciones impuestas por la regulación. Lo mismo sucede con los préstamos con garantía hipotecaria.

Los más adversos al riesgo siguen manteniendo un porcentaje importante de títulos de renta fija domésticos y externos. Sin embargo, se reducen en forma importante las inversiones en fondos extranjeros que invierten en renta fija y en renta variable.

Adquieren importancia dentro del portafolio la financiación de primas, especialmente en períodos en los que esto resulta rentable (1999). Esto sugiere que, en un escenario con restricciones, los inversionistas (compañías de seguros) escogen ésta como una estrategia de mercadeo para hacer frente a la crisis económica del país y para poder incrementar el número de clientes.

Finalmente, se siguen registrando inversiones en bienes raíces, aunque limitadas por la rentabilidad como se expuso en el escenario base. El porcentaje de inversiones en este tipo de activos se mantiene, especialmente para los agentes tipo A, ya que la legislación de 1996 permitía un inversiones hasta de 15% del total de activos, el cual no es aprovechado en su totalidad pues es superior a la participación de este activo en las inversiones totales.

### c. Escenario 2000

En este escenario se incorporan al modelo las restricciones impuestas por medio del decreto 094 de 2000, o más exactamente las consignadas en el proyecto de decreto reglamentario de septiembre de 2001. Sólo incluye los límites globales por simplicidad del análisis, pero es claro que los límites específicos deben entrar a sumarse a los resultados aquí planteados.

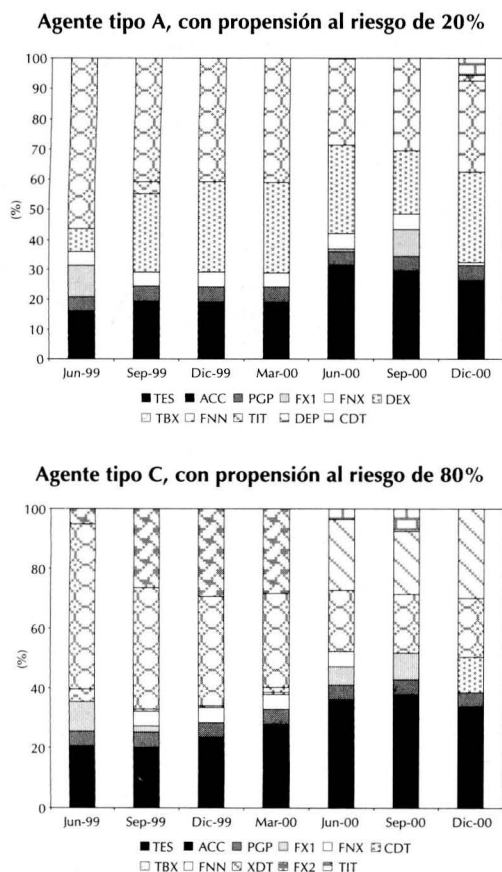
En algunos aspectos los resultados son similares al escenario 1996 en cuanto a los cambios frente al escenario base, pero en otros difieren o se intensifican. En este caso se observa también la importancia que adquieren en el portafolio de inversiones aquellas



en los fondos nacionales con inversiones domésticas, así como la menor participación de los préstamos con garantías (Gráfico 19).

En cuanto a los préstamos, es evidente que la regulación modifica en forma sustancial las decisiones de los agentes, pues mientras en el escenario base en diciembre de 2000 las inversiones para en este tipo de activos participaban entre 25% y 35% del portafolio total de inversiones, con el decreto 094 estas inversiones sólo representan el 5%, precisa-

**Gráfico 19. DISTRIBUCIÓN DEL PORTAFOLIO CON RESTRICCIONES DE MERCADO Y LEGISLACIÓN 2000**



Fuente: Modelos de optimización, cálculos de los autores.

mente el tope impuesto por la regulación. De la misma forma, los préstamos con garantías hipotecarias pasaron de representar porcentajes cercanos a 8% en el escenario sin restricciones, a 0% en el escenario 2000. Esto pone en evidencia que los límites en cuanto a los préstamos afectan en forma importante la escogencia del portafolio de inversiones de las compañías<sup>47</sup>.

La misma situación se observa con los fondos nacionales con inversiones en el exterior, en los cuales hay inversiones importantes sin presencia restricciones (13% en algunos períodos) y éstas dejan de realizarse debido al límite global de 5% impuesto en el decreto 094.

Otro de los activos que se restringe completamente son las inversiones en bienes raíces nacionales, las cuales no son permitidas bajo la nueva legislación, y sin embargo aparecen como una opción de inversión no despreciable en los dos escenarios anteriores.

La financiación de primas también desaparece del portafolio, por cuanto tampoco es una opción permitida. Esto produce una modificación importante en la selección de las inversiones, pues ésta llegó a representar entre el 18% y el 23% del portafolio de inversiones en el escenario 1996.

Las inversiones en TES siguen siendo importantes, pero es de anotar que su porcentaje se incrementa frente a los dos escenarios anteriores. Esto sugiere que la regulación de 2000 hace que los inversionistas concentren más sus inversiones en títulos del Gobierno que lo que lo harían sin restricciones. Para los agentes menos adversos al riesgo, la parti-

<sup>47</sup> Como se vio en la primera parte, las compañías de seguros pertenecientes a grupos económicos son las que más registran esta opción dentro de sus activos, y por lo tanto serían las más afectadas por esta restricción.

cipación de estos activos en el portafolio total de inversiones aumenta de 20% en el escenario base a un rango entre 26% y 30% en el año 2000 con el decreto 094, situación que también se observa en los demás agentes considerados.

Finalmente, se destaca el hecho de que las inversiones en el exterior en sus diferentes activos se ven limitadas frente a los dos escenarios anteriores, ya que en 2000 se asume que, en suma, no pueden ser superiores a 30% del total de inversiones. En el escenario sin restricciones algunos activos individuales representaban incluso un valor ampliamente superior a 30%, como en el caso de los depósitos para los agentes tipo A. También superaba el 30% la suma de las inversiones en fondos externos y en renta fija para los agentes más adversos al riesgo.

Vale la pena aclarar que esta composición del portafolio no incorpora los límites específicos consignados en proyecto de reglamentación del decreto 094 relacionados con los niveles de calificación que deben tener estos títulos para ser objeto de inversión. En la medida en que las exigencias son mayores<sup>48</sup> para los títulos de renta fija diferentes a los emitidos por el Gobierno, la concentración en TES podrá ser aún superior.

## 5. Utilidad de los agentes

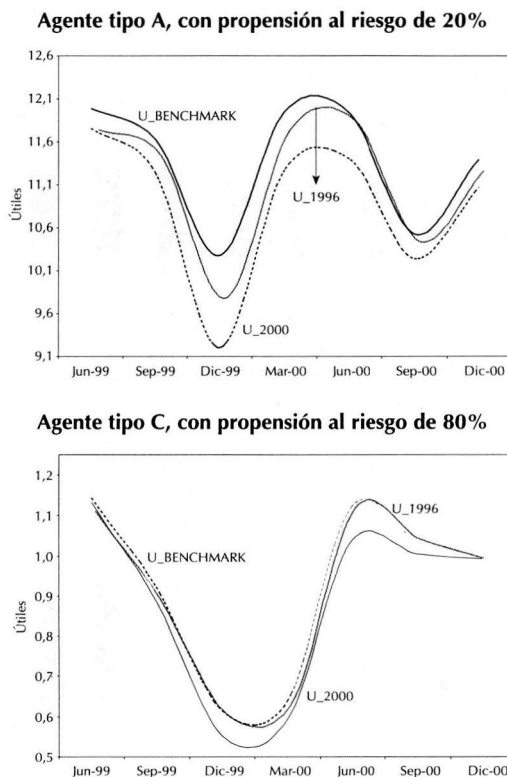
Como resultado de la modificación del portafolio de inversiones la utilidad de los inversionistas se ve reducida. En el escenario base se asume que el agente se ubica en un conjunto de puntos óptimos en los cuales maximiza su utilidad, mientras que en los demás escenarios la maximización se ve alterada por las restricciones impuestas por las dos legislaciones analizadas.

<sup>48</sup> Proyecto de reglamentación del decreto 094 de 2000, septiembre de 2001, Artículo octavo.

Como se observa en el Gráfico 20, hay una pérdida de utilidad de los escenarios 1996 y 2000 frente a aquel sin restricciones, e incluso la utilidad es más baja cuando se introducen las restricciones de 2000 frente a las de 1996. La pérdida de utilidad se hace más pronunciada cuando el agente tiene más grados de libertad para elegir activos rentables, dada su condición de amante del riesgo. Es menos pronunciada en la medida en que el agente sacrifica rentabilidad por obtener una mayor seguridad, que es precisamente lo que busca la regulación con restricciones cuantitativas a las inversiones.

Este resultado pone en evidencia un deterioro de la relación entre el riesgo y la rentabilidad, en particular

## Gráfico 20. UTILIDAD GENERADA POR EL PORTAFOLIO



Fuente: Modelos de optimización, cálculos de los autores.

con la legislación de 2000, y sugiere que con iguales niveles de riesgo el inversionista obtiene menores niveles de rentabilidad.

## 6. Rentabilidad de los inversionistas

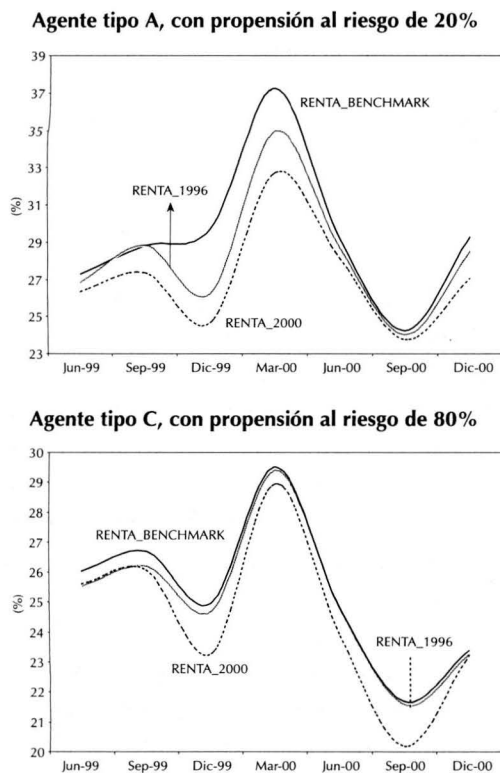
La rentabilidad total de portafolio fue calculada mediante la ecuación (3) de la primera sección y corresponde la sumatoria de las rentabilidades individuales de cada activo ponderadas por su participación en el portafolio total de inversiones.

Los resultados se presentan en el Gráfico 21. En todos los casos la rentabilidad total del portafolio es inferior en los escenarios con restricciones legislati-

vas que sin ellas, e incluso la más baja es aquella con las restricciones de 2000. Como en el caso de la utilidad, se observa que la brecha es más pronunciada para el agente de tipo A, pues al asumir mayores riesgos su rentabilidad se ve más fuertemente vulnerada con las restricciones impuestas por la legislación. Estas buscan precisamente que el inversionista asuma menores niveles de riesgo, un comportamiento contrario al de este tipo de agentes.

La pérdida de rentabilidad generada por la legislación llega a los 3 puntos porcentuales en el peor de los casos, y reacciona de una forma consistente a lo largo del período con las legislaciones de 1996 y 2000, en comparación al escenario base.

**Gráfico 21. RENTABILIDAD GENERADA POR EL PORTAFOLIO**



Fuente: Modelos de optimización, cálculos de los autores.

## VI. CONCLUSIONES

En Colombia recientemente se modificó el régimen de inversiones de las compañías aseguradoras mediante el decreto 94 de 2000. Este decreto trató de privilegiar la transparencia frente al esquema prevaleciente en 1996, en la medida en que eliminó los dos regímenes de inversión previos (inversiones obligatorias e inversiones admisibles). El nuevo requerimiento de respaldar con las inversiones autorizadas el 100% de las reservas técnicas y no el 40%, va en la línea de la legislación internacional, y provee una mayor simplicidad que facilita la labor del regulador y del regulado. Adicionalmente, se hizo un esfuerzo por lograr una normatividad menos taxativa y más general que en el pasado en relación con los límites globales, los cuales incluso se incrementaron en algunos rubros agregados. Sin duda alguna, la nueva normatividad le da mayor claridad a las compañías sobre las opciones para el manejo del portafolio, a la vez que simplifica el proceso de supervisión.

No obstante, esto no implica que las opciones de inversión hayan aumentado con la nueva legislación,

y por el contrario estas pueden ser más restrictivas a partir de 2000 debido en buena parte a los límites específicos impuestos sobre la inversión de los activos financieros. En este sentido, si bien en los instrumentos agregados (acciones, títulos, fondos internos y en el extranjero), no hay diferencias muy marcadas frente a la legislación de otros países desarrollados y en desarrollo, si se encuentran grandes divergencias por la vía de los límites específicos y las restricciones a la inversión en estos instrumentos (calificaciones de riesgo exigidas, restricciones en relación con la inversión en empresas vinculadas, condiciones específicas sobre los fondos de inversión, entre otras). Pero quizás la diferencia más sobresaliente es la imposibilidad en Colombia de que las compañías de seguros inviertan una parte de las reservas técnicas en bienes raíces, lo cual es permitido, aunque con limitaciones, en la totalidad de los países evaluados en este estudio.

En cualquier caso, en el contexto internacional Colombia se ubica en el grupo de países con legislaciones basadas en restricciones cuantitativas, es taxativa e incluye pocos elementos basados en la reglas de persona prudente, orientación que es propia de países como México, Argentina y la Comunidad Europea.

La nueva legislación colombiana muestra una tendencia a favorecer las inversiones de tipo financiero sobre aquellas en activos no financieros, incluso más marcada que la existente en 1996. Con el nuevo régimen y sus proyectos reglamentarios se elimina completamente la posibilidad de invertir las reservas técnicas en bienes raíces, de tener como opción en el portafolio de activos los préstamos con garantías diferentes a las pólizas, de que las compañías de seguros puedan participar en proyectos y de invertir en fondos con inversiones en el exterior. Se establecieron requerimientos más estrictos en materia de calificaciones de riesgo de los títulos, fondos domés-

ticos y extranjeros y requisitos de alta o media bursatilidad para las acciones. Por otra parte, se restringieron las inversiones en empresas del mismo grupo, apoyado además en una nueva normativa sobre "empresas vinculadas". Adicionalmente, la legislación no hace explícita la posibilidad de respaldar las reservas técnicas con contratos de futuros o opciones, con lo cual no queda claro si estas alternativas son permitidas. Finalmente, se introdujo el concepto de caja como una opción de inversión.

El nuevo régimen, sumado al hecho de que el mercado de capitales en Colombia es pequeño, poco diversificado y con un número limitado de instrumentos que cumplan con los requisitos exigidos por la Ley, hace que las opciones de inversión de las compañías de seguros sean reducidas. Es probable esperar entonces que la nueva legislación induzca a una alta concentración en títulos de renta fija, principalmente del Estado.

Este hecho puede tener efectos negativos para el manejo del portafolio de las compañías. Por una parte, la poca diversificación y oferta de activos dificulta el buen manejo de activos y pasivos, la adopción de técnicas sofisticadas para este fin y los ajustes de corto plazo necesarios al portafolio para adaptarse a nuevas coyunturas del mercado en general y de los activos en particular. También impide un adecuado manejo de los riesgos de mercado como tasa de interés, cambiario, crediticio e inflación. Este último es especialmente crítico en las compañías de seguros, y su manejo se dificulta al verse reducidas las posibilidades de invertir en activos con valores reales como bienes raíces o activos en el exterior. De la misma forma, las restricciones para invertir en activos con alto rendimiento (acciones, inversiones en el exterior) conducen a una menor rentabilidad para las compañías. Los elementos anteriores inducen a las compañías a operar en un punto ineficiente o subóptimo en la asignación del portafolio.

Esta situación sobre el manejo del portafolio puede poner en peligro la solvencia en el tiempo si el manejo ineficiente del portafolio es permanente, o inducir sobrecostos innecesarios sobre la actividad. Adicionalmente, esto impide el desarrollo de nuevos productos, una mayor competencia frente a los demás inversionistas institucionales, y pone en juego el desarrollo mismo del sector asegurador.

También tiene efectos negativos sobre el desarrollo del mercado de capitales en la medida en que la demanda por productos de este mercado es reducida, tendencia contraria a la observada en otros países donde el aporte de los inversionistas institucionales, y en algunos casos especialmente de las compañías de seguros, ha sido pieza fundamental para el crecimiento, diversificación y desarrollo de dicho mercado. Igualmente, las restricciones a la inversión de las compañías aseguradoras en acciones sometidas a calificación o consideradas de alta bursatilidad pueden tener un impacto poco deseable sobre el sector real, en la medida en que se restringe el flujo de recursos de inversión para la creación de empresas en ese sector, como tradicionalmente ocurrió en el pasado.

Una estimación del impacto de la nueva legislación a través de la metodología de Markowitz (1952) permite concluir que la legislación colombiana de 1996 alteró el manejo del portafolio frente a lo que hubiera resultado en un escenario hipotético en ausencia de restricciones. Lo mismo se observa con la nueva legislación (decreto 094 de 2000). Sin embargo, la nueva regulación de 2000 tiene un efecto más pronunciado sobre el portafolio que la regulación de 1996.

La modificación del portafolio se evidencia no sólo para los inversionistas amantes del riesgo, sino también se alteran las condiciones para los más adversos

a asumir riesgos. Esto sugiere que la legislación colombiana es aún más restrictiva que el mismo comportamiento del agente más conservador.

La alteración del portafolio trae consigo una pérdida de rentabilidad del mismo que se hace aún más pronunciada bajo el decreto 094 de 2000 que bajo el decreto 1916 de 1996. Esta situación se deriva de la imposición de límites o la prohibición a la inversión en instrumentos que involucran niveles atractivos de rentabilidad aunque también de riesgo. Este es el caso de los bienes raíces nacionales, los préstamos con garantía prendaria e hipotecaria y la financiación de primas. En ausencia de regulación o incluso bajo la regulación de 1996, las compañías invertirían en estos instrumentos una proporción no despreciable de sus reservas técnicas. La imposición de límites a la inversión en instrumentos en el exterior y en fondos domésticos que tengan inversiones en el exterior, también incide en la menor rentabilidad del portafolio.

En estas condiciones, la nueva legislación conduce a un esquema de inversiones altamente concentrado en títulos de renta fija como TES, CDTs domésticos y extranjeros y fondos internos que inviertan en el país. La ausencia de títulos de renta variable en el portafolio se explica más por la baja rentabilidad de las acciones en la actual coyuntura que por las restricciones propias impuestas por la regulación. Adicionalmente, la menor rentabilidad derivada de las restricciones cuantitativas genera una pérdida de utilidad. La mayor utilidad se obtiene en un escenario libre de restricciones, se reduce bajo el escenario 1996 y es todavía menor en el escenario 2000. Esto pone en evidencia que con el decreto 094 las compañías estarían en una posición más desfavorable en cuanto a la utilidad y al rendimiento del portafolio que la que tenían bajo la legislación de 1996.

En relación con el decreto 94, se deberían reconsiderar algunos aspectos como la imposibilidad total de invertir en bienes raíces, eliminar la restricción de que los fondos sujetos a inversión tengan que tener todas sus inversiones en el país, hacer explícita la posibilidad de realizar contratos de opciones y futuros, y evaluar la alternativa de permitir más garantías para las opciones de préstamos. Adicionalmente, se podrían considerar límites que se incrementen con el tiempo, o normas más laxas si las condiciones de la economía cambian, antes de que las compañías asuman costos que pueden racionalizarse. Finalmente, también es importante revisar la conveniencia de incluir dentro de las reservas técnicas sujetas al nuevo régimen de inversión, aquellas correspondientes a las de riesgos en curso que son contrapartida de las primas por cobrar para riesgos no corridos.

La legislación actual responde a una situación específica de la coyuntura del país y de algunos sec-

tores en especial y en este sentido tiene un carácter procíclico, lo cual la vuelve inflexible a cambios en las condiciones económicas y la recuperación de la economía.

Finalmente, es importante resaltar los costos para las compañías del ajuste a la nueva legislación, en especial para las compañías que pertenecen a grupos económicos cuyas inversiones se han concentrado en el pasado en varios de los activos que ahora no son permitidos o que se vieron restringidos con la nueva ley como opciones para respaldar las reservas técnicas.

Lo anterior hace pensar que, si bien la nueva legislación pretende corregir algunos problemas del pasado y busca evitar una excesiva exposición al riesgo en una difícil coyuntura de la economía con un alto nivel de incertidumbre, es importante que se considere ésta como temporal y que tienda en el mediano plazo hacia una mayor flexibilización.



## BIBLIOGRAFÍA

- Arbelaez, M. A. y Zuluaga, S. (2001), "El mercado de capitales y los comisionistas de bolsa: evolución reciente y perspectivas" Fedesarrollo.
- Arboleda, S. (1991), "Ley 45 de 1990 Consolidación y futuro del sector financiero". Saulo Arboleda Gómez, Bogotá, D.E
- Condiciones para el ejercicio de la actividad aseguradora (Capítulo II). Provisiones Técnicas (sección 1ª). Legislación sobre Reservas a nivel Europeo. España.
- Davis, P. (1998), "Financial market activity of life insurance companies and pension funds", Bank for International Settlements, Economic Paper No. 21, BIS, Basle
- \_\_\_\_\_(2000), "Institutional Investors", MIT Press, forthcoming
- \_\_\_\_\_(2001), "Portfolio Regulation of Life Insurance Companies and Pension Funds", The Pensions Institute, Discussion Paper PI-0101
- Dickinson, G. (1998a), "Issues in the effective regulation of the asset allocation of life insurance companies", in Ed. H Blommestein and N Funke, "Institutional Investors in the new financial landscape", OECD, Paris
- Directiva del Planteamiento Europeo y del Consejo: relativa a los seguros de vida. 2000 junio 28. Comisión de Comunidades Europeas. Propuesta. Bruselas.
- IAIS (2000), "Insurance Core principles", IAIS-Task force on core principles methodology.
- \_\_\_\_\_(2000), "1999 Annual report", Bank of International Settlements.
- \_\_\_\_\_(1999), "Supervisory standard on asset management by insurance companies", IAIS-Investments subcommittee.
- Insurance Companies Regulations. Londres. Legislación sobre Reservas a nivel Europeo.
- Kroszner, R. y Strahan, Ph. (2000), "Obstacles to optimal policy: the interplay of politics and economics in shaping bank supervision and regulation reforms", National Bureau of Economic Research, Working Paper 7582.
- Law on the Supervision of Insurance Undertakings. Alemania. Legislación sobre Reservas a nivel Europeo.
- Legislación sobre Reservas a nivel Latinoamericano. Argentina. Legislación sobre Reservas a nivel Latinoamericano. Brasil. Resolución CNSP N°36. 2000.
- Legislación sobre Reservas a nivel Latinoamericano. Chile. Superintendencia de Valores y Seguros.
- Ley General de Instituciones y Sociedades Mutualistas de Seguros. Legislación sobre Reservas a nivel Latinoamericano. México. Comisión Nacional Bancaria y de Valores.
- Lora E. y Salazar N. (1996), "La demanda de activos de los inversionistas institucionales en Colombia", Misión de Estudios del Mercado de Capitales, Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Fedesarrollo.
- \_\_\_\_\_(1996), "Algunas comparaciones sobre los Inversionistas Institucionales en Colombia, Chile y Estados Unidos", Misión de Estudio del Mercado de Capitales, Ministerio de Hacienda y Crédito Público y Fedesarrollo.
- Mishkin, F. (2000), "Prudential supervision: why is it important and what are the issues?", Working Paper No. 7926, National Bureau of Economic Research
- New York State Insurance Department: New York State Consolidate Laws. Legislación sobre Reservas a nivel Latinoamericano. New York.
- Ortega, F. (1985), "Inversionistas institucionales, el caso colombiano", Comisión Nacional de Valores, Colombia.
- Revista SIGMA (1997), "The Insurance industry in Latin American: a growing market in a competitive environment" No. 2, Swiss Re.
- Salazar, N. y Zuluaga, S. (1998), "Perspectivas de la industria aseguradora: 1997-2010", *Cuadernos de Fedesarrollo* N°3.
- Santomero, A. y Babbel, D. (2001), Financial markets, instruments and institutions, capítulo 24 "Non bank financial institutions" y capítulo 25 "Managing financial institutions". Mc Graw Hill.
- Savage, L. (1998), "Re-Engineering Insurance Supervision", Working Paper # 2024, World Bank.
- Sharpe, W. "Investments", Chapter 7. Prentice Hall; fifth edition. 1995, Englewood Cliffs, USA.
- Vittas, D. (1995), "Sequencing social security, pension, and insurance reform", Working paper #1551, World Bank.
- \_\_\_\_\_(1998), "Institutional investors and securities markets: which comes first?", Development Research Group, World Bank, paper presented at the ABCD LAC Conference June, 1998.
- \_\_\_\_\_(1998), "Regulatory controversies of private pension funds". Policy Research Working Paper 1893. World Bank, Washington DC.

## Anexo 1. PORTAFOLIO DE INVERSIONES % COLOMBIA

Activos Financieros	1925	1927	1960	1991	1996***	2000****
<b>Acciones y Renta Variable</b>						
<i>Nacional</i>						
Acciones del Banco de la República	50	-	-	-	-	-
Acciones y bonos convertibles en acciones (nacionales)****	-	n.e	40	20T - 60A	30T-60A	50
Títulos derivados de procesos de titularización	-	-	-	-	25T-40A	100
Bonos no convertibles en acc. y acc. en estab. no crediticios	-	-	-	-	30T	-
<i>Exterior</i>						
Acciones en cías. de similar naturaleza en el exterior	-	-	-	-	60A	-
Acciones en el exterior	-	n.e.	-	60A	40A (b)	50 (d)
<b>Bonos y Títulos</b>						
<i>Nacional</i>						
Bonos IFI, Caja Crédito Agrario, etc.	-	-	20*	-	-	-
Títulos de deuda pública interna	-	n.e	40*	70T	40T- 50A	100
Títulos de renta fija de alta segur. y liqu.z (CDT's, Acept., etc.)	-	-	-	-	40T-20A	100
Títulos emitidos con cargo a cuentas especiales de la Nación	-	-	-	-	5A	-
Títulos emitidos o garantizados por la nación o por el BanRep	-	-	-	40-50	100T	100
Títulos representativos de captaciones	-	-	-	40A	40A	-
Títulos Representativos de créditos hipotecarios	50	n.e.	25*	20A	20A (a)	100
Títulos Valores	-	-	-	30A	-	-
<i>Exterior</i>						
Bonos públicos o privados extranjeros	-	n.e.	-	-	40A (b)	-
Títulos de deuda pública externa	-	-	-	20T	40T- 50A	100
Títulos emitidos por entidades financieras	-	-	-	-	40A (b)	-
Títulos de renta fija de otros países	-	-	-	-	10T	50 (d)
<b>Fondos de Inversión</b>						
<i>Nacional</i>						
Fondos comunes ordinarios - Fondos de Inversión	-	-	-	20A	30A	50
Fondos de Valores	-	-	-	-	30A	50
<i>Exterior</i>						
Fondos de Inversión	-	-	-	-	-	50 (d)
Fondos Mutuos	-	-	-	-	40A (b)	-
<b>Depósitos y Caja</b>						
<i>Nacional</i>						
Caja	-	-	n.e	-	-	5
Depósitos a la vista en entidades financieras	-	-	10	-	-	15
Efectivo en el Banco de la República	50	-	-	-	-	-
<i>Exterior</i>						
Cuentas en moneda extranjera	-	-	-	20A	20A	15
<b>Derivados Financieros</b>						
Contratos de futuros sobre índices bursátiles	-	-	-	-	10A	-
<b>Papeles Comerciales Nacionales</b>						
-	-	n.e.	-	20T	30A	-
<b>Préstamos con garantías</b>						
Préstamos con garantía de pólizas	-	-	v.r	v.r	5A (a)	30
Préstamos con garantía prendaria de títulos o acciones	-	-	-	20A	20A (a)	-
Préstamos garantizados con títulos de la nación, bonos, etc.	-	-	-	-	5A (c)	-
Préstamos Hipotecarios	-	-	10a15	-	-	-
Préstamos sobre contrato de obra pública	-	-	-	-	10A	-
<b>Activos no Financieros</b>						
<b>Bienes reales</b>						
Bienes Raíces en Colombia	-	25	30	-	20A	15A
Cuentas de participación de proyectos (construcciones en curso)	-	-	-	-	-	5A (c)
Muebles y equipos	-	-	15	-	-	-
<b>Otros</b>						
Gastos de organización (nacional y exterior)	-	-	10 al 25	**	-	-
Otras inversiones previa autorización Superbancaria	-	-	-	25	100	-

n.e. = No especifican el límite global de dicha inversión; v.r. = Corresponde al valor de rescate del préstamo; \* Estas inversiones corresponden al 35% del capital y reservas patrimoniales y al 54% de las reservas técnicas (para el caso de Seguros Generales); \*\* Según corresponda a inversión necesaria en el exterior o en el país, respectivamente; \*\*\* En el 96, se establecen límites al emisor en las reservas técnicas, las cuales antes sólo tenían límites globales; \*\*\*\* En el 2000, las acciones tanto nacionales como extranjeras aparecen bajo títulos de renta variable. El 50% en acciones se permite sólo si no existe vínculo entre la empresa que emite y la aseguradora. De lo contrario, este límite pasará a ser del 1; \*\*\*\*\* Límites aún sin reglamentar.; A : Hace referencia a las inversiones admisibles, las cuales en 1991 y 1996 correspondían al patrimonio, fondos en general y al monto que exceda el 40% de las reservas técnicas; T : Hace referencia a las inversiones de las reservas técnicas, es decir, al 40% de las mismas; (a) La suma de estos tres rubros no deberá exceder el 20%; la inversión en préstamos con garantía de pólizas no podrá exceder el 5%; (b) La suma de estos rubros no podrá exceder el 40% de las reservas técnicas; (c) Hasta el 5 % de las reservas técnicas podrá invertirse en la suma de estos dos rubros; (d) El conjunto de estas inversiones no podrá exceder el 50% de las reservas técnicas. Los títulos de renta fija emitidos por sociedades extranjeras, no podrán exceder el 5%, mientras que en aquellos emitidos por gobiernos extranjeros se podrá invertir hasta el 50%. Las inversiones en fondos internacionales que inviertan en títulos de renta variable, no podrán exceder el 5% de las reservas; En el 2000 desaparecen las inversiones admisibles y se consideran las inversiones de las reservas como el 100% de las reservas técnicas. El patrimonio y demás fondos de las compañías son de libre inversión.

## Anexo 2.PORTAFOLIO DE INVERSIONES

Activos Financieros	Colombia	Argentina	Chile	México	N.Y.	U.E***	España
<b>Acciones</b>							
<i>Nacional</i>							
Acciones - Títulos de Renta Variable	50 (a)	-	-	30	si nep	10 (d)	si nep
Acciones de sociedades anónimas	-	si nep	40 (b)	-	-	-	-
Acciones de sociedades anónimas inmobiliarias	-	-	40 (b)	-	-	-	-
<i>Exterior</i>							
Acciones - Títulos de Renta Variable	5 (a)	-	-	30	si nep	10 (d)	si nep
Acciones de sociedades anónimas	-	si nep	10	-	-	-	-
<b>Bonos y Títulos</b>							
<i>Nacional</i>							
Títulos de compañías de inversión	-	-	-	-	si nep	-	-
Bonos con garantía especial	-	si nep	40	-	si nep	si nep	si nep
Bonos sin garantía	-	si nep	40	-	si nep	si nep	si nep
Títulos de deuda pública interna	100	si nep	50	100	si nep	si nep	si nep
Títulos de renta fija alta segur. y liqu. (de Inst. fin.)	100	-	40	60	si nep	si nep	si nep
Títulos derivados de procesos de titularización	20	-	-	-	-	-	-
<i>Exterior</i>							
Títulos de renta fija emitidos por socied.s extran.	50 (a)	-	20	-	si nep	si nep	si nep
Títulos de deuda pública externa	100	si nep	20	100	si nep	si nep	si nep
Títulos de renta fija de alta seguridad y liquidez	100	-	20	60	si nep	si nep	si nep
<b>Fondos de Inversión</b>							
<i>Nacional</i>							
Derechos o participac. en fondos de inver. nales	50	anc	10 (c)	anc	si nep	si nep	si nep
Fondos de valores	50	-	-	-	si nep	si nep	si nep
Cuotas de fondos mutuos	-	-	5 (c)	-	-	-	-
Mutuos hipotecarios	-	-	30	-	-	-	-
Valores o derechos mobiliarios o créditos	-	-	-	-	-	si nep	10
<i>Exterior</i>							
Derechos o partici. en fondos de inver. internales	50 (a)	anc	10	anc	si nep	si nep	si nep
Fondos de valores	-	-	10	-	si nep	si nep	si nep
Cuotas de fondos mutuos	-	-	-	-	-	-	-
<b>Depósitos y Caja</b>							
<i>Nacional</i>							
Caja	5	-	-	-	-	3	-
Depósitos a la vista en entidades financieras	15	-	-	-	-	si nep	si nep
<i>Exterior</i>							
Cuentas en moneda extranjera	15	-	20**	-	si nep**	si nep	si nep
<b>Derivados Financieros</b>							
Contratos de futuros sobre índices bursátiles	-	-	-	-	si nep	si nep	si nep
<b>Letras de créditos emitidas por bancos o inst. finan.</b>	-	anc	40	anc	si nep	si nep	si nep
<b>Operaciones financieras garantizadas</b>	-	si nep	-	5	si nep	si nep	si nep
<b>Préstamos con garantías</b>							
Préstamos con garantía de pólizas	30	-	-	si nep	-	si nep	si nep
Prestamos garantiz. con títulos, bonos o acciones	-	si nep	-	5	-	si nep	si nep
Prestamo con garantía en bienes inmuebles	-	si nep	-	5	si nep	si nep	si nep
Préstamos con garantías de las reservas matemáticas	-	-	-	-	-	-	-
Préstamos no garantizados	-	-	-	-	si nep	5	si nep
<b>Activos no Financieros</b>							
<b>Bienes reales</b>							
<i>Nacional</i>							
Inmuebles situados en el país	-	si nep	20	25	si nep	si nep	45
<i>Exterior</i>							
Inmuebles situados en el exterior	-	-	3	-	si nep	si nep	si nep
<b>Intereses y Cuentas por cobrar</b>							
Credito no vencido por prima devengada	-	-	n.a.	-	-	-	-
Intereses de patrimonio	-	-	-	-	si nep	si nep	si nep
Intereses generados no exigibles	-	-	-	-	-	si nep	si nep
<b>Otros</b>							
Cuentas de participación de proyectos	-	-	-	-	-	si nep	si nep
Inversiones realizadas por empresas subsidiarias	-	-	-	-	si nep	-	-
Deuda de bancos de desarrollo	-	-	-	-	si nep	-	-

\* En 1991 y 1996 las inversiones de Reservas se refieren al 40% de las reservas técnicas. Las inversiones admisibles corresponden a las inversiones correspondientes al patrimonio, fondos en general y al monto que exceda el 40% de las Reservas Técnicas; \*\* Se considera dentro de las inversiones generales permitidas en el extranjero; \*\*\* La legislación de la UE considera rubros sumamente amplios y permite a cada país miembro establecer los límites máximos de inversión. Sin embargo, establece ciertos límites por emisor para la mayoría de títulos y acciones. Sólo se encuentran ciertos límites globales y se dictan los principios que deben seguirse con el fin de asegurar la rentabilidad de las inversiones; si nep - Si existe el rubro dentro de la legislación, pero no se especifica el porcentaje; anc - Aunque dicho activo no es considerado dentro de la legislación, consideramos que puede ser factible la inversión en éste, dada la flexibilidad de la legislación; (a) La suma de estos tres rubros no deberá exceder el 50% de las reservas técnicas; (b) La suma de estos rubros no podrá exceder el 40%. Si las acciones de sociedades anónimas abiertas no cumplen con el requisito de cobertura de gastos financieros, la inversión en éstas no podrá exceder el 2% y sólo podrá hacerse por un año; (c) La suma de estos dos rubros no deberá exceder el 10%. Sin embargo, En la mayoría de los casos, los porcentajes están sujetos a condiciones adicionales establecidas por la entidad reguladora de cada país.

### Anexo 3. PRINCIPALES ACTIVOS PARA LA INVERSIÓN DE LAS RESERVAS DE LA COMPAÑÍAS DE SEGUROS

Activo	Colombia	Argentina	Chile	México	EE.UU	New York	U.E.	España
Títulos emitidos por la Nación	si	si	si	si	si	si	si	si
Títulos emitidos o aceptados por una institución financiera	si	si	si	si	si	si	si	si
Títulos o derechos hipotecarios	si	si	si	si	si	si	si	si
Acciones	si	si	si	si	si	si	si	si
Fondos	si	anc	si	anc	si	si	si	si
Caja	si	no	no	no	no	no	si	si
Depósitos a la vista en Bancos	si	no	no	no	no	no	si	si
Prestamos	si	si	si	si	si	si	si	si
Bienes raíces	no	si	si	si	si	si	si	si
<b>Inversiones permitidas en el exterior</b>								
Títulos	si	si	si	si	si	si	si	si
Fondos	si	anc	si	anc	si	si	si	si
Depósitos a la vista en Bancos	si	no	si	no	si	si	si	si
Acciones	si	si	si	si	si	si	si	si
Bienes raíces	no	no	si	no	si	si	si	si

*anc: activo no considerado en la legislación, pero dado el tipo de legislación creemos que tales rubros pueden estar incluidos en rubros más generales.*

#### Anexo 4. ÍNDICE DE BURSATILIDAD ACCIONARIA\*

Emisor	N/T (1)	V/N (2)	(3)	Índice numérico
<b>Alta bursatilidad</b>				
1 Bavaria S.A.	738,17	23.403.674	242	10,00
2 Compañía de Cementos Argos S.A.	351,08	20.702.137	237	9,23
3 Valores Bavaria S.A.	363,75	9.614.669	238	9,20
4 Compañías Colombiana de Tabaco S.A.	358,83	10.146.501	236	9,18
5 Bancolombia S.A.	239,42	6.247.592	231	8,74
6 Banco de Bogotá S.A.	223,33	8.578.453	221	8,73
7 Suramericana de Inversiones S.A.	219,25	10.560.144	217	8,70
8 Compañías Nacional de Chocolates S.A.	188,67	19.428.719	213	8,62
9 BBV Banco Ganadero S.A.	155,25	22.790.944	198	8,42
10 Cadenalco S.A.	169,58	5.982.877	222	8,41
11 Almacenes Éxito S.A.	141,83	13.948.479	199	8,27
12 Cementos Paz del Río S.A.	142	12.101.415	198	8,27
13 Grupo Aval Acciones y Valores S.A.	2.628,75	816.601	211	8,16
14 Cementos del Caribe S.A.	102,83	16.668.409	197	8,02
15 Interbolsa S.A. Comisionista de Bolsa	66,5	14.380.155	146	7,60
16 Industrias Alimenticias Noel S.A.	65,33	29.293.858	132	7,58
17 Sociedades Bolívar S.A.	46,67	14.685.292	70	7,24
18 Corporación Financiera Nacional y Suramericana S.A.	52	5.037.669	134	7,18
<b>Media bursatilidad</b>				
19 Banco Santander Colombia S.A.	39,5	13.600.486	123	7,06
20 Compañía Celular de Colombia - Cotelco S.A.	37,33	2.010.068.660	95	6,99
21 Cementos del Valle S.A.	32,75	67.060.085	121	6,95
22 Carulla y Compañía S.A.	28,58	26.144.083	130	6,71
23 Siderúrgica de Medellín S.A.	62,75	51.584.403	96	6,52
24 Promigas S.A. E.S.P.	24	18.618.472	53	6,50
25 Banco Popular S.A.	22,42	3.523.502	147	6,38
26 Banco de Occidente S.A.	19,75	23.742.918	119	6,25
27 Cartón de Colombia S.A.	16	27.564.623	64	6,13
28 Corporación Financiera del Valle S.A. - Preferencial	13,5	17.597.473	52	5,97
29 Seguros de Vida Alfa S.A.	13,13	1.372.812	47	5,74
30 Compañía Colombiana de Tejidos S.A.	13,75	1.197.145	46	5,67
31 Compañía Agrícola de Seguros de Vida S.A.	11	5.455.492	23	5,67
32 Inversiones Reacol S.A.	12,17	94.807.229	21	5,64
33 Corporación de Ahorro y Vivienda AV Villas S.A.	9,85	8.635.757	83	5,56
34 Fábrica de Hilados y Tejidos del Hato S.A.	8,25	2.360.085	49	5,25
35 Compañía de Medicina Prepagada Colsánitas S.A	6	10.532.101	41	5,06
36 BBV Banco Ganadero S.A.- Preferencial	6,92	3.186.029	28	5,03
37 Cementos Diamante S.A. - Preferencial	6,18	814.881.528	15	4,84
38 Tableros y Maderas de Caldas S.A.	6,08	850.897	40	4,84
39 Cementos Rioclaro S.A.	4,25	136.884.278	26	4,72

\* Calculado con base en valores de las variables frecuencia promedio de transacción por mes y volumen promedio de transacción por operación, durante el periodo comprendido entre el 1° de enero y el 31 de diciembre de 2000.

## Anexo 5. RENDIMIENTO DE LOS ACTIVOS Y FUENTE

Código	Activo	Fuente
TES	Títulos del Gobierno Colombiano	Promedio ponderad de TES
ACC	Acciones	Variación anual IBB
		Tasa promedio de préstamos hipotecarios
PGH	Préstamos con garantía hipotecaria	Superintendencia Bancaria
PGP	Préstamos con garantía de póliza	DTF + 5%
BRN	Bienes raíces nacionales	Variación IPC (vivienda + arrendamiento)
FX1	Fondo extranjero con inversiones en renta	Variación índice S&P 500
FNX	Fondo nacional con inversiones en el exterior	Promedio tasas XDT, FX1 y TBX
DEP	Depósitos en el mercado nacional	Tasa de captación promedio nacional
DEX	Depósitos en el extranjero	Tasa de captación promedio EUA
CDT	Depósitos a término mercado nacional	Tasa promedio CDT nacional
TBX	Títulos de gobiernos extranjeros	Tasa promedio T-Bonds EUA
FNN	Fondo nacional con inversiones domésticas	DTF + 4,5%
XDT	CDTs mercado extranjero	Tasa promedio CDT EUA
FX2	Fondo extranjero con inversiones en renta fija	Tasa fondo mutuo EUA
TIT	Titularizaciones	TES + 2%
FPR	Financiación de primas	DTF + 3%



## Anexo 6. RESULTADOS DE LOS PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN, UTILIDAD Y RENTABILIDAD

Activos	Benchmark							Escenario 1996							Escenario 2000						
	Jun-99	Sep-99	Dic-99	Mar-00	Jun-00	Sep-00	Dic-00	Jun-99	Sep-99	Dic-99	Mar-00	Jun-00	Sep-00	Dic-00	Jun-99	Sep-99	Dic-99	Mar-00	Jun-00	Sep-00	Dic-00
<b>TES</b>																					
A	15,44	9,41	0,00	2,07	23,51	24,42	20,49	17,76	9,52	15,33	7,34	26,49	26,01	21,67	13,88	18,54	19,14	19,03	31,30	29,56	26,35
B	16,44	16,82	15,66	21,95	31,71	30,40	31,76	18,71	17,88	16,14	22,71	31,74	30,67	31,78	16,74	18,73	22,07	26,61	35,38	34,09	32,79
C	16,77	18,33	18,21	24,79	33,21	32,16	33,62	18,80	19,34	18,83	25,05	33,22	32,17	33,62	16,69	19,16	23,54	27,92	36,15	34,88	33,73
<b>ACC</b>																					
A	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,16	0,76	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B	3,52	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,48	0,92	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C	3,79	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,89	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	3,84	0,93	0,00	0,00	0,00	2,98	0,00
<b>PGH</b>																					
A	0,00	0,00	0,00	0,00	3,98	0,00	7,94	0,00	0,00	0,00	0,00	3,92	0,00	4,30	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B	0,00	0,00	0,00	4,05	3,68	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	4,61	3,73	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C	0,00	0,00	0,00	5,48	3,68	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	5,84	3,69	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>PGP</b>																					
A	56,63	46,94	41,85	43,00	28,61	34,20	35,08	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
B	58,78	46,25	38,38	31,84	24,64	29,36	26,30	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
C	59,57	46,17	38,15	29,66	23,86	27,11	24,58	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00
<b>BRN</b>																					
A	5,51	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	8,30	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B	1,97	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,44	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C	0,69	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,96	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>FX1</b>																					
A	6,52	0,61	0,00	2,28	6,15	14,90	0,00	6,09	1,14	0,00	0,00	5,09	14,13	0,00	10,20	0,00	0,00	0,00	0,82	9,00	0,00
B	9,31	0,00	0,00	0,00	8,77	15,01	0,00	5,98	0,21	0,00	0,00	8,73	14,88	0,00	8,71	1,95	0,00	0,00	5,17	9,72	0,00
C	9,50	0,00	0,00	0,00	9,31	14,44	0,00	7,90	0,15	0,00	0,00	9,30	14,43	0,00	9,85	2,14	0,00	0,00	6,01	8,86	0,00
<b>FNX</b>																					
A	9,88	12,55	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	6,81	11,19	2,11	8,70	0,00	0,00	0,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	1,20
B	0,00	11,54	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	12,54	10,46	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	5,00	0,00
C	0,00	11,10	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	5,40	10,14	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	5,00	4,85	5,00	5,00	0,00	0,00
<b>DEP</b>																					
A	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	3,42	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,00
B	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>DEX</b>																					
A	6,01	20,56	58,15	52,65	37,76	26,49	36,50	8,21	31,14	39,16	40,00	34,91	25,87	35,89	7,49	25,81	30,00	30,00	29,18	21,00	30,00
B	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Fuente: Modelos de Optimización de Portafolio Fedesarrollo.

# Anexo 6. RESULTADOS DE LOS PORTAFOLIOS DE INVERSIÓN, UTILIDAD Y RENTABILIDAD (Continuación)

Activos	Benchmark							Escenario 1996							Escenario 2000						
	Jun-99	Sep-99	Dic-99	Mar-00	Jun-00	Sep-00	Dic-00	Jun-99	Sep-99	Dic-99	Mar-00	Jun-00	Sep-00	Dic-00	Jun-99	Sep-99	Dic-99	Mar-00	Jun-00	Sep-00	Dic-00
<b>CDT</b>																					
A	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	5,60
B	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	10,99	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	11,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	11,01
C	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	11,70	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	11,71	0,00	0,00	0,00	0,80	0,00	0,00	11,71
<b>TBX</b>																					
A	0,00	9,93	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,57	1,63	0,62	1,31	0,00	0,00	0,00	4,19	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B	9,98	8,20	1,34	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	4,84	1,01	0,00	0,00	0,00	5,14	0,59	0,00	1,10	0,00	0,00	0,00
C	9,68	8,53	2,12	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,49	0,00	0,00	0,00	0,00	4,34	0,82	0,57	1,45	0,00	0,00	0,00
<b>FNN</b>																					
A	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	30,00	30,00	30,00	30,00	23,28	28,99	29,72	56,26	40,70	40,86	40,97	28,54	30,44	29,85
B	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	30,00	30,00	30,00	26,67	19,57	24,33	21,26	54,98	40,35	37,93	33,39	21,73	23,71	21,20
C	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	30,00	30,00	30,00	24,51	18,85	22,09	19,57	55,27	40,48	36,61	31,28	20,43	19,55	19,57
<b>XDT</b>																					
A	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,84	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B	0,00	0,00	0,00	8,37	31,20	25,22	30,95	3,35	6,76	30,38	25,81	31,23	25,12	30,96	0,00	0,00	22,59	0,00	24,83	20,28	30,00
C	0,00	0,00	0,00	12,00	29,94	24,74	30,10	7,03	5,71	20,48	25,22	29,95	24,74	30,10	0,00	0,00	0,00	0,00	23,99	21,14	30,00
<b>FX2</b>																					
A	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00							
B	0,00	17,19	44,62	33,78	0,00	0,00	0,00	0,36	19,07	9,62	14,19	0,00	0,00	0,00	1,95	27,46	7,41	28,90	0,00	0,00	0,00
C	0,00	15,87	41,52	28,06	0,00	0,00	0,00	0,00	18,98	19,52	14,37	0,00	0,00	0,00	5,01	26,47	29,44	28,55	0,00	0,00	0,00
<b>TIT</b>																					
A	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,15	0,00	0,00
B	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	2,89	2,19	0,00
C	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,56	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	1,57	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	3,42	7,59	0,00
<b>FPR</b>																					
A	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	17,83	11,45	5,93	8,35	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
B	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	22,61	10,62	4,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
C	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	23,01	10,68	3,68	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>UTILIDAD</b>																					
A	11,99	11,63	10,27	11,96	11,93	10,52	11,39	11,76	11,45	9,78	11,75	11,85	10,45	11,27	11,75	11,24	9,20	11,28	11,40	10,24	11,07
B	3,60	3,15	2,34	2,57	3,49	3,17	3,16	3,51	3,06	2,32	2,55	3,48	3,16	3,15	3,56	3,05	2,12	2,42	3,28	3,05	3,15
C	1,09	0,87	0,56	0,59	1,07	0,99	0,94	1,06	0,84	0,56	0,58	1,07	0,99	0,94	1,08	0,84	0,50	0,54	0,99	0,96	0,94
<b>RENTA</b>																					
A	27,28	28,83	29,71	37,26	29,20	24,22	29,27	26,78	28,79	26,16	34,89	28,59	23,94	28,45	26,35	27,37	24,68	32,74	28,14	23,78	27,08
B	26,21	26,95	25,36	30,34	25,29	22,19	23,98	25,86	26,41	25,10	30,05	25,15	22,01	23,82	25,82	26,22	23,51	29,50	24,40	21,59	23,71
C	26,04	26,70	24,97	29,52	24,81	21,69	23,40	25,49	26,15	24,66	29,34	24,67	21,54	23,26	25,59	26,10	23,26	28,95	23,89	20,18	23,24

Fuente: Modelos de Optimización de Portafolio fedesarrollo.

# Colombia y Venezuela: reformas de política comercial y ajustes institucionales después de la Ronda de Uruguay

---

Juan José Echavarría S.<sup>1</sup>  
Cristina Gamboa T.<sup>1</sup>

## RESUMEN

Este trabajo discute las principales reformas de política comercial y los ajustes institucionales que tuvieron lugar en Colombia y Venezuela como resultado de los Acuerdos de la Ronda de Uruguay (ARU). El análisis se fundamenta en el marco de política comercial de la Comunidad Andina y selecciona temas y sectores de particular importancia para ambos países, como la agricultura y el sector automotor. Se toma en consideración el papel del sector privado en el diseño de estas políticas, enfatizando el marco y las prácticas institucionales que determinan su participación. Este documento también examina los instrumentos actuales de política comercial y evalúa los principales costos y beneficios de los compromisos de la OMC para los intereses de los sectores privado y público. Por último, discute la agenda fu-

tura de negociaciones comerciales de la Comunidad Andina y la participación del sector privado en ese proceso.

## I. INTRODUCCIÓN

Colombia y Venezuela, los países más grandes de la Comunidad Andina de Naciones (CAN), han buscado durante la última década la liberalización y la reforma comercial no sólo de manera unilateral sino en el contexto de los acuerdos de integración regional. Más recientemente, esto se ha hecho en respuesta a las reglas y compromisos multilaterales negociados en la Ronda de Uruguay. Por tanto, la reforma y la liberalización del comercio exterior han tenido lugar en tres niveles: el unilateral, el regional y el multilateral.

Colombia y Venezuela han mostrado su compromiso con las reglas y prácticas multilaterales, establecidas en la Organización Mundial del Comercio (OMC), mediante la introducción de cambios en sus prácticas comerciales como respuesta a los Acuerdos de la Ronda de Uruguay (ARU). Estas modificaciones han

---

<sup>1</sup> Director Ejecutivo e Investigadora de Fedesarrollo. Este trabajo fue preparado para *Latin American Trade Network* (LATN) y patrocinado por Flacso-Argentina en 2000. Los autores agradecen los comentarios de Pilar Esguerra a una versión preliminar y los importantes aportes de Sandra Zuluaga en la sección V.

implicado retos en diferentes áreas, especialmente en la esfera del marco común de política comercial que comparten como los miembros más activos de la CAN. Entre los cambios más significativos se destacan las reformas al convenio automotor, los instrumentos de promoción de exportaciones y los derechos anti-dumping y compensatorios.

Este trabajo discute las reformas de política comercial y los ajustes institucionales de Colombia y Venezuela como resultado de la Ronda de Uruguay, la política comercial común resultante de la CAN y la existencia de políticas sectoriales, como las que se aplican para la agricultura y el ensamble de automotores. Tomamos en consideración la participación del sector privado en el diseño de estas políticas, a pesar de que su impacto y participación han sido relativamente limitados.

Luego de esta introducción, en la sección II se presenta un resumen de las reformas comerciales realizadas a nivel unilateral y regional, un tema importante debido a que los cambios requeridos para cumplir con los compromisos multilaterales han sido en gran medida determinados, y continuarán siéndolo, por los esfuerzos previos de liberalización unilateral o regional y por la evolución futura de la CAN. Los resultados del intercambio también se discuten en esta sección, considerando que el fortalecimiento del Grupo Andino se tradujo en un incremento acelerado de los flujos comerciales al interior del bloque, de manera notable bajo la forma de exportaciones no tradicionales<sup>2</sup>.

La sección III analiza los instrumentos actuales de política comercial considerando los compromisos

derivados de la OMC y el papel del sector privado. Se otorga especial atención a aquellas políticas de excepción relacionadas con los sectores automotor y agrícola. También consideramos otros temas como la promoción de exportaciones, la protección bajo la forma de medidas compensatorias y anti-dumping y los problemas del comercio bilateral.

La sección IV describe la percepción de los funcionarios públicos y los empresarios acerca de los costos y beneficios de los compromisos derivados de la OMC. Mayor acceso a mercados, un nuevo sistema de solución de controversias, mayor predicción arancelaria y políticas agrícolas son áreas que reportaron beneficios al sector privado. Por su parte, las restricciones a los incentivos a las exportaciones y las medidas de inversión relacionadas con el comercio son percibidas como los mayores costos derivado de los ARU.

En la sección V se argumenta que la participación del sector privado en la agenda comercial y de integración ha sido relativamente limitada. Esta sección se enfoca en tres puntos: i) el marco institucional que gobierna el diálogo entre el sector público y el sector privado; ii) los canales a través de los cuales el sector privado participa en las negociaciones comerciales; y iii) la identificación de los gremios más activos en la formulación e implementación de la política comercial.

La Sección V.B discute el la agenda futura de negociaciones de la Comunidad Andina y el potencial para la participación del sector privado en la definición del curso de acción a seguir. Finalmente, en la sección VI se presentan las principales conclusiones.

## II. REFORMAS DE POLITICA COMERCIAL Y OPCIONES DE INTEGRACION

Durante la primera mitad de los años noventa, Colombia y Venezuela progresaron considerablemente

---

<sup>2</sup> En el Grupo Andino las importaciones crecieron 27% anual y las exportaciones 35% anual entre 1990 y 1995, quizá el efecto más acelerado de cualquier proceso de integración registrado a la fecha.

en el terreno de las reformas económicas y estructurales impulsando los programas conocidos como la *apertura* y el *gran viraje*, respectivamente. Estos programas tienen, por supuesto, características propias, pero su diseño básico se asemeja al "Consenso de Washington", promovido en su momento activamente por entidades multilaterales, algunas instituciones académicas y centros de investigación<sup>3</sup>. Los regímenes comerciales fueron liberalizados, las distorsiones financieras se redujeron, se eliminaron los controles de divisas, comenzó la privatización de empresas comerciales del estado y, en general, se promovió la desregulación. Adicionalmente, se adoptaron reformas complementarias importantes en áreas como la infraestructura y la inversión extranjera<sup>4</sup>.

En general, las reformas económicas y estructurales a nivel doméstico y, en particular, la liberalización comercial unilateral facilitaron que estos países aceptaran los compromisos resultantes de los ARU y las reglas y prácticas del sistema multilateral de comercio. De manera similar, el resurgimiento del Grupo Andino y la activa agenda de integración regional crearon condiciones favorables para el cumplimiento de los compromisos multilaterales. Es interesante señalar que algunos de los acuerdos regionales firmados por Colombia y Venezuela (como el Tratado de Libre Comercio del Grupo de los Tres, TLC-G3,

firmado con México) establecen disciplinas que van más allá de las multilaterales<sup>5</sup>.

## A. Reformas unilaterales

La liberalización comercial unilateral en Colombia y Venezuela tuvo lugar en 1990-1991 y 1989-1991, respectivamente, y fue implementada como parte de un paquete más amplio de reformas estructurales. El propósito era la promoción de la estabilización macroeconómica y la redefinición del estado para depender más de los mecanismos de precios en vez de la intervención gubernamental. Estas reformas, en gran medida una respuesta a la crisis regional de la deuda de 1982 y al fenómeno de los "tigres" asiáticos, incluyeron la liberalización comercial unilateral complementada con una activa agenda de integración económica. La agenda de integración tenía como premisa el concepto de "regionalismo abierto" que abarca los conceptos de acuerdos preferenciales de libre comercio abiertos y no excluyentes.

Estas estrategias de liberalización e integración señalaron un claro rompimiento con la anterior estrategia de desarrollo económico basada en la industrialización por sustitución de importaciones. La protección excesiva fue reconocida como una de las razones que explicaban la falta de competitividad de las economías y la principal razón del sesgo antiexportador, común a las economías de América Latina.<sup>6</sup> De hecho, la reducción en la participación de América Latina en el comercio mundial en el periodo 1970-1985 se revirtió considerablemente por la ten-

<sup>3</sup> Este término fue acuñado por John Williamson (1993, 1997) y resume un conjunto de prescripciones de política al que suscribían la mayoría de los académicos y formuladores de política económica. En su lista se destacaba de manera importante una política de apertura y orientación de la economía hacia afuera.

<sup>4</sup> En Colombia las reformas se iniciaron bajo condiciones económicas positivas y estables. Sobre las reformas colombianas ver Hommes, Montenegro & Roda (1994) y Echavarría (2000). En contraste, Venezuela enfrentaba una crisis económica severa cuando se lanzaron las reformas. A principios de 1989, Venezuela contaba con una economía crecientemente aislada, supremamente ineficiente y al borde de la hiperinflación y el colapso socio-económico. Ver Naim (1993) sobre el proceso de reforma venezolano.

<sup>5</sup> Por ejemplo, el acuerdo del Grupo de los Tres (G-3), firmado por Colombia, México y Venezuela, cubre acceso a mercados, reglas de origen, medidas fitosanitarias, compras del estado, inversión, servicios y propiedad intelectual.

<sup>6</sup> Los trabajos clásicos en esta área fueron escritos por B.Balassa, J.Bhagwati y A.Krueger. Para un análisis más reciente, véase Noguez & Quintanilla, (1993).

dencia hacia la liberalización comercial. Braga, Nogués & Rajapatirana (1995, p.4) estiman que entre 1991 y 1993 la región se integró con el resto del mundo a un ritmo mucho más acelerado que otras regiones en desarrollo. Igualmente, el comercio intra-andino aumentó más que en otras regiones en el período 1990-1997.

Por lo tanto, desde principios de los años noventa, el objetivo subyacente de política comercial de Colombia y Venezuela ha sido aumentar la competitividad de sus economías y mejorar la perspectiva de crecimiento económico. Para esto último, los dos países le dieron particular importancia a la diversificación y crecimiento de las exportaciones, con la concurrencia de la activa estrategia de integración económica que ambos adelantaron<sup>7</sup>. Esta estrategia resultó en la profundización de los acuerdos comerciales existentes y la negociación de nuevos acuerdos, otorgándole así mayor permanencia a la reforma comercial.

Sin embargo, el objetivo de crecimiento y diversificación de las exportaciones todavía no ha sido alcanzado. Colombia mantiene una alta dependencia exportadora de bienes primarios y Venezuela exporta principalmente petróleo. Las exportaciones de bienes y servicios, en dólares constantes, aumentaron 57% tanto en Colombia como en Venezuela entre 1990 y 1998, un porcentaje inferior al de América Latina (89%) y Asia Oriental y el Pacífico (157%). Las ex-

portaciones también son menos diversificadas: las exportaciones de manufacturas representan tan sólo 32% en Colombia y 19% en Venezuela, en comparación a 49% en América Latina y 82% en Asia Oriental y el Pacífico<sup>8</sup>.

Durante la década de los noventa, Colombia y Venezuela enfrentaron una situación macroeconómica doméstica muy compleja. Ambos países experimentaron una fuerte apreciación de la tasa de cambio y una fuerte recesión en 1999, combinada con crisis financieras a nivel internacional, lo cual detuvo la expansión de las exportaciones<sup>9</sup>. Adicionalmente, los dos países también han tenido que enfrentar una coyuntura política interna bastante desfavorable.

A pesar de estas dificultades, en Colombia y Venezuela las reformas comerciales unilaterales y autónomas han alcanzado una significativa racionalización principalmente en cuatro áreas: i) reducción de las restricciones al comercio y "arancelización" de las restricciones cuantitativas; ii) racionalización de los incentivos a las exportaciones; iii) reforma institucional de las entidades relacionadas con la política comercial; y iv) plena participación en el sistema multilateral de comercio internacional.

### **1. Barreras arancelarias y para-arancelarias**

La reforma comercial en Colombia y Venezuela buscaba otorgarle mayor neutralidad a los incentivos de comercio exterior, junto con una reducción de las barreras al comercio (v.gr. eliminación de las licencias de importación, disminución de aranceles, eliminación de cuotas, etc.) y/o la "arancelización" de las restricciones cuantitativas. El compromiso con la neutralidad durante las primeras etapas de la re-

---

<sup>7</sup> Por supuesto, un número considerable de medidas acompañó el objetivo de orientación hacia afuera de la política comercial, incluyendo las siguientes: esfuerzos de estabilización macroeconómica; incentivos razonablemente neutrales (primordialmente a través de la tasa de cambio); mayor flexibilidad laboral; atención adecuada a la infraestructura; y un código comercial doméstico apropiado. Sin embargo, la modificación de la política comercial se entendía como uno de los ingredientes esenciales para propender por un mejor desempeño económico (Krueger, 1997).

---

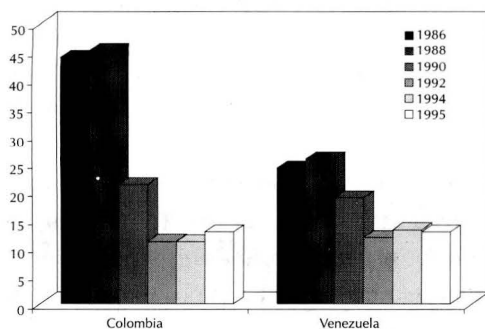
<sup>8</sup> Ver Banco Mundial (2000), *World Development Indicators*.



forma, además de buscar que los precios asignaran los recursos de manera más eficiente, buscaba nivelar las reglas del juego para todos los participantes y eliminar los privilegios especiales de sectores específicos. Se argumentaba que este compromiso con la neutralidad también protegería a los funcionarios del gobierno, y sus políticas, de los grupos de interés que luchaban por retener los privilegios de los que habían gozado por varias décadas (Naim, 1993).

El Gráfico 1 resume la evolución de los impuestos al comercio (aranceles y otras barreras para-arancelarias) en Colombia y Venezuela entre 1986 y 1995. El nivel de 12,8% para 1995 representa el promedio del Arancel Externo Común (AEC) adoptado mediante la Decisión 370 de febrero de 1995<sup>10</sup>. En 1986 los

**Gráfico 1. COLOMBIA Y VENEZUELA TOTAL IMPUESTOS AL COMERCIO EXTERIOR (Ponderados por importaciones, %) 1986-1995**



Fuente: Echavarría, (1998).

aranceles ad-valorem eran mayores en Colombia (44%) que en Venezuela (24%) y, en términos históricos, eran bastante bajos en 1994 (11% en Colombia y 13% en Venezuela). Siendo de particular importancia para la discusión que se presenta más adelante, es importante señalar que el promedio del AEC era mucho menor que en 1986-1990, los años previos a la liberalización unilateral en ambos países, pero (un poco) más elevado que en 1994. El gráfico incluye otros impuestos al comercio exterior porque en el caso colombiano representaban 63% de los impuestos al comercio exterior en 1988. A comienzos de los noventa estas barreras fueron removidas en Colombia y en ese momento no eran importantes en Venezuela<sup>11</sup>.

Las restricciones cuantitativas cubrían 73,8% del comercio exterior colombiano en el periodo 1988-90 y un porcentaje bastante inferior en Venezuela (11,9% entre 1988 y 1990, pero 44,1% entre 1984 y 1987). Estas fueron prácticamente removidas durante la primera mitad de los años noventa en ambos países, llegando a 1,7% y 2,4%, respectivamente, en el periodo 1991-1993<sup>12</sup>. Colombia cerró el IDEMA, una empresa comercial del estado que monopolizaba las importaciones agrícolas y el complejo sistema de licencias de importación. Venezuela eliminó también las licencias de importación y algunas prácticas restrictivas de importaciones. De acuerdo con Hommes et.al (1994, p.37), la reducción arancelaria y para-arancelaria precipitó una reducción en las tasas efectivas de protección en Colombia de 66,9% a 21,5% entre 1990 y 1992.

<sup>9</sup> La tasa de cambio real efectiva cayó 35% en Colombia entre 1990 y 1998 (índice igual a 100 en 1990 y 64,8 en 1998) y 48% en Venezuela. Véase Banco Mundial (2000), *World Development Indicators*.

<sup>10</sup> Las cifras difieren al considerar las excepciones contenidas en los Anexos de dicha Decisión, las tasas resultantes de la aplicación de las bandas agrícolas y el acuerdo automotor y los aranceles adoptados por cada país para aquellos bienes no producidos en la subregión. Ver sección III.

<sup>11</sup> En Colombia las barreras para-arancelarias incluían un impuesto adicional (Art.9, Ley 50/84), un impuesto para la promoción de las exportaciones e impuestos para varias instituciones a saber: el Instituto de Fomento Industrial (IFI), la Caja Agraria y la Tesorería de la Nación (Echavarría 1998).

<sup>12</sup> Ver Fraser Institute (2000, cuadro VI-Bi) y Edwards (1995).

En resumen, después de las reformas comerciales unilaterales la protección recae principalmente en los aranceles. Si bien los aranceles han disminuido de manera importante, la adopción del AEC andino los incrementó en comparación a 1994. En todo caso son mucho menores que el promedio de finales de los años ochenta, es decir antes de las reformas unilaterales. Los niveles arancelarios son ahora más bajos y muestran una menor dispersión, proporcionando las señales correctas al sector privado de ambos países.

## B. El marco de política comercial andino

### 1. Incentivos a la exportación

Existe una controversia extensa y significativa acerca de la conveniencia y el impacto de los subsidios a las exportaciones. Se cuenta con diversas justificaciones cuando se defiende su aplicación: la necesidad de promover industrias nacientes; de aprender a incurrir en los mercados internacionales; de compensar el proteccionismo de otros países; de solucionar problemas de acceso a los mercados de capitales; de promover el empleo; y de mejorar la balanza comercial. Sin duda los subsidios a las exportaciones no son totalmente negativos y a veces son necesarios para compensar a los exportadores por el sesgo anti-exportador derivado de la protección.

Sin embargo, la literatura reciente ha sido muy crítica respecto a estos subsidios. La empresa "protegida" con subsidios no enfrenta la presión requerida para innovar y competir. Además, la combinación de ingresos tributarios y subsidios a las exportaciones es regresiva. Finalmente, con la excepción de Corea del Sur, los países en desarrollo que han utilizado los subsidios a las exportaciones no han incrementado sus exportaciones a un ritmo más elevado que aquellos que han utilizado políticas menos intervencionistas<sup>13</sup>.

Antes de las reformas unilaterales, Colombia y Venezuela aplicaban diversos incentivos a las exportaciones, sobre todo para contrarrestar el sesgo antiexportador introducido por las políticas de sustitución de importaciones. Durante la reforma comercial, Colombia redujo el Certificado de Reembolso Tributario (CERT) de 8,4% en 1989 a 7,6% en 1991 (ya había sido disminuido de 20% en los años setenta a 10% en los ochenta). Una eliminación gradual del CERT iba a terminar en el año 2003 pero el gobierno decidió promover la eliminación del componente de subsidio por las severas restricciones fiscales imperantes. Por lo tanto, desde el año 2001 el gobierno volvió el CERT un mecanismo de devolución de impuestos indirectos (*drawback*).

Colombia también redujo el Plan Vallejo (subsidios asociados a la importación de materias primas y bienes de capital utilizados en la producción de bienes de exportación), a casi 0% en 1992. Por último, los incentivos de crédito de Proexpo (la entidad encargada de las funciones de promoción y financiación de exportaciones en esa época) se redujeron de 0,7% a 0,3%.

Venezuela tenía subsidios directos a la exportación, subsidios a las materias primas (especialmente en relación con el petróleo), líneas especiales de crédito subsidiado (a través de Finexpo) y *matching funds* para el desarrollo de las exportaciones<sup>14</sup>. Desde 1989 Venezuela aplicó el *programa de incentivo fiscal* reservado para las exportaciones de productos agrícolas consideradas como "vulnerables", lo cual hizo que el mismo fuera bastante discrecional y poco neutral entre productos agrícolas. La cobertura

<sup>13</sup> Panagariya (2000), Desai (2000) y Economist (2000), 16 de diciembre, p.88.

<sup>14</sup> Rajapatirana (1999), p.2-3.

del programa se redujo en dos tercios entre 1989 y 1993, cubriendo solamente 9,5% del valor de las exportaciones fob en 1995<sup>15</sup>.

Desde 1991 Venezuela ha utilizado un sistema de drawback para las exportaciones de manufacturas. En teoría este sistema solamente le regresa a los exportadores los impuestos indirectos aplicados sobre las materias primas utilizadas en la elaboración de bienes de exportación. Pero en 1994 también cubría impuestos al consumo y al valor agregado (IVA).

Algunas prácticas de fijación de precios en el sector energético venezolano se han convertido en subsidios indirectos considerables. Los productos refinados de petróleo se han vendido tradicionalmente por debajo de los precios mundiales. Los precios de la energía eléctrica también han sido fijados y subsidiados para los productores de productos terminados.

Algunos de estos instrumentos persisten en la actualidad con pequeñas modificaciones para acatar las obligaciones de los ARU y otros están siendo gradualmente eliminados. Sin embargo, las modificaciones han sido menores. Colombia cambió dos de sus prácticas fiscales en respuesta a los compromisos de los ARU (CERT y Plan Vallejo-bienes de capital). Venezuela redujo el número de subsidios a las exportaciones que otorga, pero los exportadores de determinados productos agrícolas reciben un crédito de impuestos equivalente a 10% del valor de las exportaciones fob bajo el Programa de Crédito Fiscal. Considerando el acuerdo de la OMC sobre agricultura, el presupuesto de este programa debería limitarse a determinados porcentajes y cantidades para todos los bienes agrícolas cobijados por el mismo en el año 2005<sup>16</sup>.

## **2. Reformas institucionales relacionadas con el comercio**

Rajapatirana (1998a, p.10) argumenta que las reformas institucionales y la liberalización comercial colombiana, en su momento, llegaron mucho más lejos que las de otros países, mediante la reducción de la discrecionalidad de las entidades relacionadas con el comercio exterior. Estas reformas a las instituciones de comercio exterior querían centralizar la política comercial para reducir la influencia de diversos grupos de interés<sup>17</sup>. En efecto, Colombia centralizó la política comercial en 1991 mediante la creación del Ministerio de Comercio Exterior (Mincomex), un evento significativo para un país que antes contaba con 53 entidades gubernamentales carentes de coordinación e involucradas en la formulación y ejecución de la política comercial (Mincomex, 1993, p.8). Proexpo, la entidad encargada de la promoción y financiación de exportaciones fue dividida en dos entidades: Proexport (1991) y Bancoldex (1992). Proexport es una entidad adscrita al Mincomex y está encargada de la promoción de exportaciones y asistencia en mercadeo internacional. Bancoldex es un banco de segundo piso de propiedad mixta que cubre las necesidades de financiamiento de los exportadores domésticos y de los compradores internacionales de productos colombianos de exportación.

Venezuela siguió un camino similar cuando creó a finales de 1995 el Ministerio de Industria y Comercio (MIC), fusionando para tal efecto el Instituto de Comercio Exterior (ICE) y el Ministerio de Fomento. En 1999 el MIC y el Ministerio de Agricultura y Cría se

---

<sup>16</sup> Ibid, p.84.

<sup>17</sup> Sin embargo, como se discute más adelante, las nuevas instancias fueron diseñados para incrementar y organizar de manera formal la participación del sector privado en las discusiones de política comercial (ver sección V).

---

<sup>15</sup> OMC (1996), *Trade Policy Review: Venezuela*, p. 85.

juntaron para dar paso al Ministerio de la Producción y el Comercio. En Venezulea las labores de promoción de exportaciones están en cabeza de Bancoex. Además de esta función, Bancoex está encargada de la financiación de exportaciones como banco de segundo piso y de otorgar asistencia en mercadeo internacional. Estos cambios en las instituciones favorecen el régimen comercial orientado hacia el exterior.

3. Participación en la OMC

Las reformas institucionales y la liberalización comercial autónomas fueron reforzadas y complementadas con una mayor certidumbre en el acceso a mercados y una mejora en la transparencia, a través de la participación de Colombia y Venezuela en el sistema multilateral de comercio. Colombia adhirió al *General Agreement on Tariffs and Trade* (GATT) en 1981 y Venezuela lo hizo en 1990. Ambos son miembros fundadores de la OMC debido a que firmaron el Acta de Marrakesh en 1994 al finalizar las negociaciones de la Ronda de Uruguay.

Alcanzar una mayor certidumbre en el acceso a mercados le sirvió a los gobiernos para conseguir capital político a favor de la liberalización comercial. Además, la mejora en la transparencia sirvió como un mecanismo de compromiso con ciertas reglas de comportamiento. Por ejemplo, una vez se acordaron ciertas tasas arancelarias, los países miembros de la OMC están obligados a no aumentarlas excepto bajo unas condiciones específicas y conocidas. En esta dirección, la adopción del Arancel Externo Común y los techos arancelarios acordados bajo los ARU son factores cruciales.

La estrategia de negociación para volverse miembros del GATT fue muy distinta en ambos países, en particular en relación con el acceso a mercados. De una parte, cuando Venezuela se unió al GATT, éste era

mucho más exigente en cuanto a techos arancelarios. De otra parte, y de manera más importante, la existencia de estructuras productivas distintas en Colombia y Venezuela llevó a estrategias diferentes para entrar a ese foro comercial.

El Cuadro 1 compara la estructura del PIB de Colombia y Venezuela. Venezuela es muy dependiente del petróleo, incluyendo la actividad de "minas y canteras", que representa 29,4% del PIB, cerca de 45% de los ingresos tributarios y cerca de 80% de las exportaciones totales. El sector manufacturero venezolano representa cerca de 19% del PIB y la agricultura tan solo 4,7%. Las principales exportaciones diferentes al petróleo son aluminio, vehículos automotores (principalmente a la región andina), productos de hierro y acero y bienes agro-industriales, como el pescado enlatado y preservado.

En contraste, Colombia cuenta con un sector agrícola mucho más grande y que representa 13,4% del PIB y el sector de "minas y canteras" tiene menor importancia que en Venezuela. La actividad manufacturera es mucho más diversificada en Colombia a pesar de que su participación en el producto es menor que en Venezuela. Por ende, la estructura exportadora de Colombia es menos dependiente de las exportaciones de bienes primarios. Cerca de 45% de las exportaciones colombianas son "no tradicionales", esto es

Cuadro 1. ESTRUCTURA DEL PIB POR ORIGEN 1998

	Colombia	Venezuela
Agricultura	13,4	4,7
Industria	16,4	18,7
Minas y canteras	9,7	29,4
Construcción	5,3	5,1
Electricidad, gas y agua	2,5	2,0
Servicios	52,8	40,1

Fuente: Estadísticas BID, precios constantes de 1990 US\$.

diferentes al café, petróleo, ferroníquel y banano. Las exportaciones principales bajo esta categoría son productos agro-industriales, flores, textiles y confecciones, azúcar refinada, fibras sintéticas y plásticas, productos de imprenta y editoriales y vehículos automotores. Como ya se mencionó, las exportaciones manufactureras representan 32% de las exportaciones de bienes en Colombia y tan sólo 19% en Venezuela.

Es claro, entonces, que ambos países tenían estrategias diferentes al ingresar al GATT. Debido al interés de darle protección a la agricultura, Colombia negoció techos arancelarios muy altos para este sector, mientras que Venezuela no tenía incentivos para hacer lo mismo<sup>18</sup>. Por tanto, no sorprenden algunos de los conflictos en torno al diseño e implementación de la política agropecuaria común andina.

El Cuadro 2 muestra los niveles a los que Colombia y Venezuela consolidaron sus aranceles. Los niveles consolidados son mayores a los que se aplican en la práctica (excepto en algunos casos en el sector agrí-

cola, ver Sección III). Sin embargo, como se verá más adelante, la existencia de un AEC de cuatro niveles y el compromiso con el proceso de integración andino ha impedido que los aranceles se incrementen hasta los niveles máximos permitidos. En la práctica, por ende, el AEC ha sido más útil en prevenir aumentos en los niveles arancelarios que la consolidación de los mismos en la OMC.

C. Integración económica

Una de las características más sobresalientes de la reforma comercial ha sido la participación activa de Colombia y Venezuela en la negociación de nuevos acuerdos de integración con otros países de la región y la profundización del acuerdo de integración andino. La economía política de estos acuerdos regionales ha sido importante para ambos países porque ha ayudado a introducir cierto gradualismo al proceso de liberalización comercial. Las siguientes dos secciones describen los nuevos acuerdos de integración, el proceso de renovación de la Comunidad Andina y los resultados obtenidos del intercambio.

Cuadro 2. CONSOLIDACIONES ARANCELARIAS: COLOMBIA Y VENEZUELA

Producto	Colombia	Venezuela
Manufacturas	35% excepto vehículos automotores, textiles (incluyendo sombreros) y paracaídas (40%) y algunos químicos, productos de caucho y cuero (30%).	35% excepto vehículos automotores (40%).
Agricultura	Entre 15% y 227% (la mayoría está en 70%) excepto alverjas para consumo (15%), manzanas frescas (20%) y lentejas (15%).	Entre 10% y 135% (la mayoría está en 30% y 40%).

Fuente: construido con base en OMC.

<sup>18</sup> Una "consolidación arancelaria" puede definirse como el compromiso de un país a no incrementar sus aranceles por encima de un nivel acordado o consolidado con la OMC.

## 1. Nuevos acuerdos de integración de los años noventa

Colombia y Venezuela suscribieron, de manera independiente, acuerdos bilaterales de libre comercio con Chile, cuya vigencia comenzó en 1994, y el Mercado Común del Caribe (Caricom) en 1995. Los dos países conjuntamente firmaron un comprehensivo acuerdo de libre comercio con México, conocido como el Tratado de Libre Comercio del Grupo de los Tres (TLC-G3), que entró en vigor el 1 de enero de 1995. Los aranceles que aplican al comercio con Chile se reducirán en su gran mayoría a cero en el año 2001 y con México en el año 2004. Colombia y Venezuela también firmaron un acuerdo marco de libre comercio con el Mercado Común Centroamericano (MCCA) en 1994 y con Mercosur en 1998. Sin embargo, las negociaciones con el MCCA no terminaron y no se acordaron reducciones arancelarias con dicho bloque. En agosto de 1999, se firmó un tratado de libre comercio entre la CAN y Brasil, que se fundamenta en el acuerdo marco CAN-Mercosur. El acuerdo CAN-Brasil fue seguido por el acuerdo CAN-Argentina en marzo del año 2000, lo cual evidencia el compromiso andino reciente de enfrentar negociaciones comerciales como un bloque y no de manera individual<sup>19</sup>.

Colombia y Venezuela cuentan con preferencias arancelarias con la Unión Europea en el contexto del Programa Especial de Cooperación (Special Cooperation Program, SCP-drogas) relacionadas con su lucha contra el tráfico ilegal de narcóticos. De manera similar, Colombia cuenta con acceso preferencial al mercado de Estados Unidos bajo el *Andean Trade Preference Act* (ATPA), en reconocimiento por su lucha contra el tráfico y producción de drogas ilícitas.

<sup>19</sup> Bolivia no participó en los acuerdos CAN-Brasil y CAN-Argentina debido a que ya era miembro del Mercosur.

## 2. La renovación y profundización del acuerdo de integración andino

El Grupo Andino se estableció el 26 de mayo de 1969 cuando los representantes de Bolivia, Colombia, Chile, Ecuador y Perú firmaron el Acuerdo de Cartagena. Venezuela se unió al grupo en 1973 (Decisión 70) y Chile se salió en 1975 (Decisión 102). Los instrumentos de integración del Grupo Andino eran los siguientes: i) un programa de liberalización entre los países miembros; ii) el AEC; iii) programas de desarrollo industrial; y iv) una política común de inversión extranjera. Este acuerdo de integración, luego de presentar buenos resultados por unos pocos años, se estancó a mediados de los años setenta y fue abandonado durante gran parte de la década de los ochenta.

La renovación del acuerdo comenzó en 1989 cuando los presidentes andinos asumieron el liderazgo del proceso de integración, estableciendo lineamientos claros para poner en operación el acuerdo de libre comercio y la adopción del AEC. Sin embargo, en ese momento surgieron diferencias importantes entre los países, relacionadas con los objetivos generales de la política comercial. Bolivia y Perú querían adoptar una reforma comercial más agresiva, mientras que Colombia y Venezuela mantenían una posición más proteccionista argumentando que eran indispensables unos aranceles altos para fomentar la formación de una fuerte base industrial<sup>20</sup>. Estas diferencias han obstaculizado el cumplimiento de los objetivos iniciales trazados en cuanto al libre comercio y al AEC. Sin embargo, es destacable que, en la

<sup>20</sup> Por ejemplo, como parte de la política general peruana orientada a imponer un AEC menor, en mayo de 1992 Perú suspendió unilateralmente el tratamiento preferencial otorgado a las importaciones provenientes del Grupo Andino (Edwards, 1995, p.156). En 1995 Perú decidió aplicar un arancel bajo y uniforme de 12%, con algunas excepciones en agricultura y textiles y confecciones, que elevan el arancel promedio a 13,2%.



mayoría de las circunstancias, el gobierno colombiano ha asumido el liderazgo dentro del grupo, en mayor medida que el resto de países miembros (Rajapatirana, 1999, p.8).

Debido a los intereses de política comercial que compartían y el estancamiento de las negociaciones tendientes a profundizar la integración andina, Colombia y Venezuela negociaron una zona de libre comercio que comenzó a funcionar en marzo de 1992, con un AEC que cubría alrededor de 90% del universo arancelario. Ecuador luego se unió a este proceso y liberalizó el comercio con sus socios en enero de 1993, participando también en el Convenio de Complementación del Sector Automotor (ver Sección A.1). Gracias a la iniciativa de Colombia y Venezuela y luego de negociaciones intensas y complejas con los otros miembros del grupo, se alcanzaron acuerdos para liberalizar el comercio (excepto en agricultura, automotores y autopartes) y establecer una unión aduanera.

Colombia y Venezuela han desarrollado un marco común de política comercial dentro de la CAN que cubre algunos sectores y medidas relacionadas con el comercio. El comercio regulado para los sectores sensibles, como el automotriz y la agricultura, los hace sujetos de tratamiento especial y, por tanto, constituyen excepciones al AEC. Reglas comunes aplican a otros temas tales como el anti-dumping y las medidas compensatorias, la inversión extranjera, la propiedad intelectual y el transporte. Algunos de estos temas se discuten más adelante luego de repasar la agenda pendiente de reformas comerciales en relación con los ARU.

### 3. Resultados comerciales

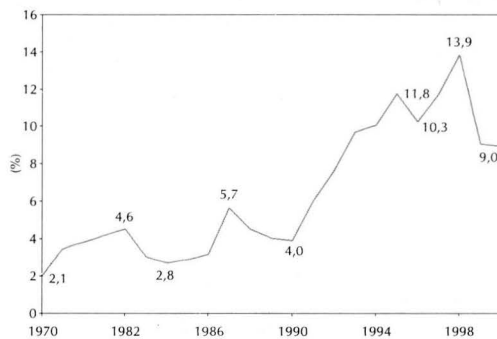
Los flujos comerciales al interior de la Comunidad Andina (comercio intra-regional o intrabloque) fueron muy dinámicos entre 1990 y 1997, creciendo un

29% anual. Sin embargo, estos cayeron en 1998 (-4%) y 1999 (-27%) y aumentaron de nuevo en el 2000 (27%). El comercio intrabloque aumentó más que en Mercosur o en Centroamérica durante el periodo 1990-97, pero también se redujo más entre 1997 y 1999<sup>21</sup>.

A pesar de los recientes reveses en el comercio intra-regional, generados en gran medida por la desaceleración económica de los países miembros y el colapso de la demanda interna, las exportaciones intra-regionales continuaron aumentando su participación en el total exportado (Gráfico 2). En 1989 el comercio intra-regional no excedía un 4,1% del total exportado a la región y, luego de la crisis de 1999, alcanzó 9% en el año 2000.

Colombia y Venezuela son los países con mayor participación en las exportaciones subregionales, 34,3% y 41,2% respectivamente en 1997, seguidos por Perú (10,1%), Ecuador (9,5%) y Bolivia (4,9%). El Gráfico 3 muestra que esta estructura no ha cam-

**Gráfico 2. COMUNIDAD ANDINA: COMERCIO INTRA-REGIONAL EXPORTACIONES A LA REGIÓN/TOTAL EXPORTADO 1970-2000**



Fuente: Fedesarrollo con estadísticas de la Comunidad Andina.

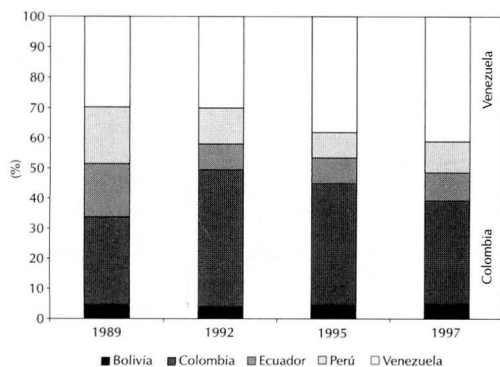
<sup>21</sup> En Mercosur las exportaciones intrarregionales cayeron 2% en 1998 y 24% en 1999; en el Mercado Común Centroamericano han aumentado año tras año, 20% en 1998 y 4% en 1999.

biado significativamente en años recientes y Colombia y Venezuela representan más del 70% de las exportaciones subregionales. De alguna manera, esto explica la determinación que Colombia y Venezuela han demostrado en relación con avanzar en el proceso de integración.

Colombia presentó un persistente déficit comercial con Venezuela durante la década pasada, con excepción del periodo 1991-1992 (Gráfico 4) y nuevamente en 1999 y 2000, este último resultado explicado en gran medida por la considerable devaluación colombiana y la sobrevaluación del bolívar. Los principales bienes comerciados incluyen alimentos y bebidas, automotores y autopartes, químicos, textiles y confecciones, petróleo y sus derivados y productos metálicos. Todos estos productos se catalogan como no tradicionales, con excepción del petróleo.

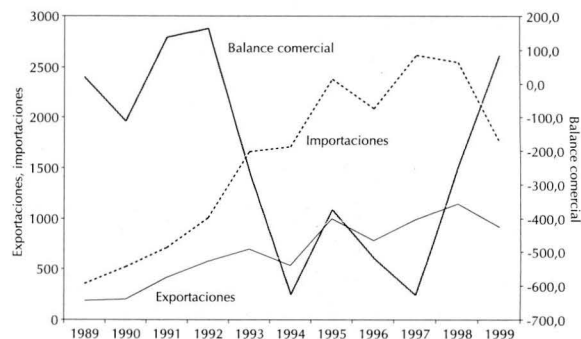
La mayoría de las exportaciones intra-regionales tienen lugar en el renglón manufacturero y son de naturaleza intra-industrial. En efecto, Echavarría (1998) muestra que la participación del comercio intra-industrial en el total de exportaciones intra-regionales

**Gráfico 3. COMPOSICIÓN DEL COMERCIO SUBREGIONAL DE LA COMUNIDAD ANDINA PARTICIPACIÓN DE CADA PAÍS EN EL TOTAL EXPORTADO POR LA CAN 1989, 1992, 1995 Y 1997**



Fuente: Fedesarrollo con datos FMI-DOTS.

**Gráfico 4. BALANZA COMERCIAL DE COLOMBIA CON VENEZUELA 1989-1999 (US\$ millones)**



Fuente: DANE.

aumentó de 0,35 en 1990 a 0,41 en 1995 y las manufacturas de 0,32 a 0,39. Muestra también que el peso del comercio intra-industrial es mucho mayor en el caso del comercio intra-andino que el comercio entre la CAN y Mercosur, Estados Unidos o Europa. El gran peso del comercio intra-industrial explica en alguna medida por qué el acuerdo ha tenido tanta aceptación entre las empresas locales. El crecimiento del comercio ha tenido lugar en ambas direcciones en el caso del sector industrial y, por ende, sin destruir sectores. Colombia exporta autopartes a Venezuela y Venezuela, a su vez, exporta el vehículo ensamblado a Colombia.

Echavarría (1998) también señala que el comercio intra-regional andino no difiere mucho de el comercio de Estados Unidos o Europa en cuanto a intensidad de capital o ventaja comparativa revelada. El autor encuentra que, entre 1986 y 1995, los efectos de creación de comercio dominaron ampliamente sobre los efectos de desviación comercial. Esto ocurrió en la mayoría de los sectores industriales, tanto en Colombia como en Venezuela, excepto para "productos metálicos y maquinaria" y "minerales no metálicos" en el caso de Venezuela. La creación de comercio fue muy marcada en "textiles, calzado y confecciones" y en "productos de madera" en "Colombia y Ve-

nezuela" y en "hierro y acero" en Venezuela. Todo lo anterior implica que el comercio intra-regional es relativamente eficiente, estimulado más por fuerzas naturales que por las preferencias regionales. En este estudio se concluye que las reducciones arancelarias unilaterales explican la mayor parte del dinamismo comercial andino durante los años noventa.

Además de los positivos efectos estáticos ilustrados por estos resultados, se han presentado importantes efectos dinámicos. Una encuesta de Fedesarrollo (abril de 1999) a empresas manufactureras colombianas revela que la actividad exportadora a la región andina también reporta enormes beneficios de tipo dinámico. Las empresas aprenden a exportar al mercado subregional y luego pueden competir en mercados internacionales más exigentes (Echavarría, Zuleta & Zuluaga, 1999). Esta encuesta muestra también cómo las exportaciones a la región reportan beneficios gracias a sus efectos de escala.

### III. INSTRUMENTOS ACTUALES DE POLÍTICA COMERCIAL

Esta sección examina los aspectos más relevantes del marco de política comercial que Colombia y Venezuela comparten como miembros de la Comunidad Andina. Se tendrán en cuenta los compromisos en relación con la OMC y los intereses comerciales en cada caso. Se muestra que los ARU no se han traducido en cambios significativos en las estructuras arancelarias o en las prácticas comerciales.

Primero, la agricultura y la industria de ensamble de automotores son los principales ejemplos de mecanismos de protección doméstica que parecen evadir los esfuerzos multilaterales de liberalización. Es interesante que ambas políticas pertenecen al conjunto de políticas comunes andinas y que Perú y Bolivia no las hayan adoptado. En segundo lugar, el arancel externo común aseguró la fijación de niveles aran-

celarios relativamente bajos hacia el futuro (sección II.A). Sin embargo, el AEC frenará posibles reducciones adicionales en el nivel arancelario en el futuro, como las que puedan alcanzarse en una nueva ronda de negociaciones multilaterales.

Tercero, el uso de las medidas anti-dumping y compensatorias ha aumentado como mecanismos adicionales de protección. Los conflictos comerciales bilaterales entre Colombia y Venezuela sirven también como evidencia de las barreras existentes al libre comercio que contradicen los compromisos multilaterales. Por último, la reducción de los subsidios a las exportaciones y la utilización de incentivos a las exportaciones son resultados positivos de las negociaciones multilaterales.

#### A. Sectores especiales

A pesar del desmonte de las políticas sectoriales andinas y de los programas industriales, durante los años noventa se mantuvo un tratamiento especial para el caso de la industria automotriz y el sector agrícola. Si bien estos dos sectores no son significativos en términos del número de posiciones arancelarias que abarcan, son muy importantes por las distorsiones que generan y que pueden ser contrarias a los criterios y objetivos de una buena política comercial. El debate sobre qué tanto violan sus compromisos con la OMC sigue abierto. Contrario a nuestra percepción, la Secretaría General de la CAN señala que el Convenio de Complementación el Sector Automotor (CCSA) acata los estándares OMC-TRIMS luego de las reformas del año 2000<sup>22</sup>. En cualquier

---

<sup>22</sup> TRIMS: medidas de inversión relacionadas con el comercio (Trade-Related Investment Measures). Expertos privados contratados por la Secretaría General para analizar el acuerdo automotor andino concluyeron que puede argumentarse que el nuevo acuerdo automotor andino, incluyendo sus nuevas características, no viola los compromisos adquiridos en la OMC.

caso, dado que diversos grupos de empresarios favorecen el tratamiento especial que recibe el sector, es obvio que es muy difícil desmontar este tipo de medidas.

Hay otras medidas restrictivas aplicadas al comercio bilateral, como la exigencia venezolana de trasbordo de carga en la frontera, el monopolio al comercio de licores aplicado por las regiones colombianas y diversas medidas motivadas por consideraciones sanitarias y de certificación de productos.

### **1. Sector automotor**

La industria automotriz en la región andina es el renglón industrial más importante de la CAN. De hecho, el sector representó 11% del total del comercio intra-regional en 1998, alcanzando US\$606 millones. Venezuela, Colombia y Ecuador, los tres países andinos que participan en la política automotriz de la región, produjeron 121.000, 64.000 y 27.000 unidades, respectivamente, en 1998.

El sector ha recibido un tratamiento y protección especial en la CAN desde 1993, cuando se implementó el Convenio de Complementación industrial en el Sector Automotor (CCSA) por un periodo de seis años. Bajo esta política común, Venezuela, Ecuador y Colombia establecieron aranceles de 35% para vehículos de pasajeros, 15% para vehículos de transporte masivo y de carga y 3% para el material de ensamble (*completely knocked down*, CKD). Dado el bajo impuesto al valor agregado asignado a la industria de ensamble de vehículos, las tasas de protección efectiva (TPE) podrían llegar hasta un 50% para algunos productos del sector. Sin embargo, más adelante se muestra que el peso relativo de las partidas protegidas bajo el convenio es bajo y, por esta razón, el promedio de protección efectiva es bajo para toda la industria automotriz.

El CCSA de 1993 impuso requisitos de contenido nacional a esta industria para poder gozar de los privilegios arancelarios. El requisito de contenido nacional para vehículos de pasajeros era de 32% en 1997 y 33% en 1998. Colombia, Ecuador y Venezuela notificaron conjuntamente ante la OMC estos requisitos debido a su inconsistencia con las obligaciones contraídas en el marco del acuerdo de medidas de inversión relacionadas con el comercio (Trade-Related Investment Measures, TRIMS) de la OMC. Por lo tanto, los tres países acordaron eliminar dichos requisitos a finales del año 2000.

Para cumplir con esta fecha límite, se formalizó un nuevo convenio el 16 de septiembre de 1999 el cual cubre 28 posiciones arancelarias a ocho dígitos del sistema armonizado arancelario. El nuevo convenio se considera como compatible con la OMC debido a que elimina los requisitos de contenido local y los reemplaza con reglas de origen (RO) que establecen un porcentaje de 60%. Para aquellas empresas que cumplan con el origen, el nuevo convenio establece que pueden solicitar autorización del gobierno para crear un régimen aduanero suspensivo de derechos mediante el cual los bienes automotores se producen y/o ensamblan en una zona aduanera y luego se ingresan al territorio aduanero de la subregión mediante el pago de la tarifa arancelaria que corresponda.

Sin embargo, durante el proceso de implementación del CCSA no se ha cumplido a cabalidad con las modificaciones requeridas para volverlo completamente compatible con las obligaciones adquiridas en la OMC. En diciembre de 1999, debido a fuertes presiones de la industria, el Comité Automotor decidió no eliminar todos los requisitos de contenido nacional. En cambio, optó por aumentar por lo menos un requisito de contenido nacional de manera gradual hasta un 34% en el año 2006. Estos requisitos hacen parte de las complicadas reglas de origen que cubren

este comercio, promoviendo la sustitución de importaciones entre proveedores domésticos de autopartes. Obviamente, esta política es inconsistente con las obligaciones OMC de Colombia y Venezuela bajo el acuerdo TRIMS. Esta situación seguramente cambiará en la medida en que Estados Unidos continúe denunciando este tipo de inconsistencias y ejerza presión bilateral, como de hecho lo hace en sus documentos de "Foreign Trade Barriers", o si algún otro país miembro de la OMC solicita que dicha institución realice una investigación.

## 2. Agricultura

A principios de los años noventa, se eliminaron las restricciones cuantitativas como el monopolio a las importaciones por parte de empresas comerciales del estado (por ejemplo, el Idema en Colombia), las licencias de importación y otras restricciones a las importaciones. La mayoría de las restricciones a las exportaciones también fueron removidas, pero un nuevo sistema especial de bandas de precios se introdujo en 1991 en Colombia y en 1995 en la CAN. El Sistema Andino de Franjas de Precios (SAFP) se creó para estabilizar los ingresos de los cultivadores, aislar al sector agrícola de las fluctuaciones en los precios internacionales y protegerlo de prácticas desleales al comercio de estos bienes por parte de otros países. No obstante, el sistema va mucho más allá que todo lo anterior ya que otorga una enorme protección a una amplia gama de subsectores agrícolas. Los aranceles variables a menudo resultan en protecciones elevadas pues algunas veces los aranceles son sencillamente prohibitivos, lo cual genera problemas a las industrias productoras de alimentos y, obviamente, restringe de manera sustancial la competencia proveniente de importaciones de otros países.

Se han utilizado también otras medidas en el sector, como los convenios de absorción en Colombia y las

licencias de importación de productos agrícolas en Venezuela.

### a. Sistema Andino de Franjas de Precios (SAFP)

El Sistema Andino de Franjas de Precios es un sistema de aranceles variables que cubre 13 productos agrícolas, denominados productos marcadores, y los productos asociados a los mismos, para un total de 144 posiciones arancelarias (8 dígitos del sistema armonizado)<sup>23</sup>. El piso y el techo de la banda de precios se establece cada seis meses para los 13 productos marcadores con base en una comparación de los precios domésticos actuales y el promedio de los precios internacionales de los últimos cinco años. Los aranceles oficiales aumentan para todos los productos incluidos en los 13 grupos cuando los precios internacionales de los productos marcadores son menores que el piso y disminuyen cuando exceden el techo<sup>24</sup>. La protección puede extenderse por el extenso periodo de tiempo (5 años) utilizado en el cálculo del precio promedio y por otros factores que inciden sobre el cálculo del piso y del techo en algunos productos marcadores (Torres & Osorio, 1998).

El sistema se creó en Colombia en 1991. El número de productos incluidos en el mismo aumentó de manera sostenida entre 1991 y 1995 en la medida en que se trataba de incluir materias primas, una práctica que, por supuesto, no parece tener fin. El sistema se redefinió en 1995 y se extendió a Ecuador y Venezuela en el contexto de las negociaciones del AEC con el objeto de armonizar su aplicación (por ejemplo,

---

<sup>23</sup> Recientemente, aumentó el número de líneas arancelarias cubiertas por el SAFP a 149.

<sup>24</sup> Los trece productos marcadores son: leche en polvo, trigo, malta de cebada, maíz blanco y amarillo, aceite de palma y soya, arroz blanco, soya, azúcar blanca y cruda, pedazos de pollo y pavo y carne de cerdo.

el cubrimiento de productos y los cálculos de los pisos y los techos). El SAFP comenzó a operar en abril de 1995 mediante la Decisión 371.

Las partidas incluidas en el sistema todavía representan una proporción baja de todo el universo arancelario (2,3%; 144 subpartidas vs 6.201; Cuadro 3) y del comercio total (3,3% en cada país). Sin embargo, su importancia relativa es alta para algunos subsectores: más de 97% del total del comercio de trigo, arroz paddy, azúcar, aceites y grasas vegetales y semillas de aceite. Y más de 20% para los productos de ganado vacuno, ovejas, cabras y caballos; el peso es relativamente menor para los cereales y los productos lácteos.

Colombia y Venezuela han utilizado diversos argumentos para defender el sistema de franjas de precios.

De una parte, señalan que los aranceles resultantes no violan sus compromisos consignados en las consolidaciones arancelarias. De otra parte, mencionan que el acuerdo sobre agricultura no es claro acerca de la definición de un arancel variable y, por tanto, en teoría este instrumento no está prohibido por la OMC.

Debido a que la valoración aduanera mediante precios mínimos está prohibida bajo el acuerdo de implementación de la OMC (Artículo VII), Colombia y Venezuela han justificado el SAFP mediante la cláusula de tratamiento especial y diferenciado contenida en el parágrafo 2 del Anexo III del acuerdo. Esta permite a los países en desarrollo utilizar precios mínimos para la valoración aduanera de manera temporal (Arguello, 1999, p.52)<sup>25</sup>. El SAFP utiliza aranceles variables y precios mínimos y de referencia y, por

**Cuadro 3. PRODUCTOS BAJO EL SISTEMA ANDINO DE FRANJAS DE PRECIOS**

	Número de ítems bajo bandas de precios (sistema armonizado a ocho dígitos)	Comercio bajo bandas/comercio total (%)		
		Colombia	Venezuela	Colombia y Venezuela
Arroz paddy	2	91,8	100,0	99,8
Trigo	3	100,0	99,8	99,9
Granos, cereales nep	5	16,8	5,5	11,7
Semillas para aceites	7	96,4	98,2	97,6
Cosechas nep	1	0,00	0,10	0,01
Productos de ganado vacuno, ovejas, cabras y caballos nep	3	0,87	86,3	55,2
Productos cárnicos nep	28	35,5	8,8	29,9
Aceites vegetales y grasas	29	97,6	98,0	97,8
Productos lácteos	26	8,5	1,6	2,5
Azúcar	6	99,3	99,3	99,3
Productos alimenticios nep	28	12,8	28,3	17,6
Productos químicos, caucho, plásticos	6	0,04	0,03	0,03
12 GTAP	144	9,8	20,3	13,7
Total GTAP	6201	3,3	3,3	3,3

Fuente: cálculos de los autores con datos GTAP, 1995.

<sup>25</sup> Colombia también ha utilizado precios de referencia para algunas manufacturas.



tanto, debería ser analizado en detalle por la OMC. Adicionalmente, la capacidad que tienen Colombia y Venezuela de mantener el sistema debería cuestionar la ambigüedad con que pueden ser interpretadas algunas normas multilaterales.

Por su parte, el SAFP causa diversos tipos de problemas. Primero, la protección adicional, tanto nominal como efectiva, ha excedido el AEC excepto en el caso de dos productos marcadores durante algunos periodos (Torres & Osorio, 1998), en vez de cumplir su objetivo inicial de estabilizar los precios (Rajapatirana, 1998a and 1998b). La memoria de cinco años de los precios de las importaciones o de referencia utilizados en el cálculo de los aranceles variables, hace que las bandas no respondan a caídas en los precios. Esto crea distorsiones importantes en la protección otorgada a los sectores productivos<sup>26</sup>.

Segundo, la protección adicional que proporciona el SAFP ha perjudicado a las industrias de alimentos que utilizan los productos sujetos a franjas como insumos. Por ejemplo, el elevado arancel nominal del azúcar de marzo del año 2000 generó tasas de protección efectivas negativas para la industria de productos de azúcar (Echavarría, Gamboa & Guerrero, 2000, ver Cuadro 4 en la Sección III.B). Este ejemplo ayuda a entender por qué se incluyen más productos en el sistema a medida que transcurre el tiempo y por qué es necesario evitar que se afecten las cadenas productivas.

Tercero, la alta protección ha generado conflictos con los exportadores de otros países. Por ejemplo, debido a la presión ejercida por Estados Unidos, Colombia produjo el decreto 2650 en diciembre de 1999 para establecer una tarifa máxima de 40% para las importaciones de soya y sus productos. El

arancel promedio para estos productos, antes de dicha fecha, se ubicaba en 60% y bloqueaba por completo la competencia proveniente de Estados Unidos.

Cuarto, los elevados aranceles del SAFP pueden violar algunas veces los techos arancelarios agrícolas acordados en la OMC y con niveles distintos en el caso de Colombia y Venezuela (Cuadro 2). Esto significa que el SAFP sólo opera completamente en Colombia y, por tanto, se crean distorsiones significativas en las condiciones de competencia de estos bienes a nivel subregional. La OMC ha expresado su preocupación respecto a este problema, en particular durante el examen de política comercial venezolana en 1996. Sin embargo, a la fecha, los países han continuado afirmando que los aranceles del SAFP no violan las consolidaciones arancelarias realizadas ante la OMC<sup>27</sup>. Durante la reunión del comité sobre agricultura de la OMC en junio del año 2000, Venezuela fue cuestionada acerca de este tema y las autoridades afirmaron que el SAFP no es materia de violación de sus compromisos arancelarios multilaterales.

Por último, considerando algunos de los problemas mencionados anteriormente, es obvio que podrían ser más apropiadas otras medidas y su forma dependería del tipo de problema en cuestión. Torres & Osorio (1998, p.46-47), por ejemplo, proponen la utilización de otros mecanismos y prácticas que responden a problemas específicos de cada producto y que disminuyen las distorsiones que genera el SAFP.

Los elevados niveles de protección que a veces resultan del sistema explican por qué los gremios co-

<sup>26</sup> S. Rajapatirana (1998a), p.14.

<sup>27</sup> Resulta interesante que durante los *trade policy reviews* (TPR) de 1996, Venezuela fue cuestionada acerca del SAFP y el tema no fue tratado con Colombia. Este instrumento no es revisado a profundidad ni criticado en los textos de TPR de ambos países.

**Cuadro 4. TASAS DE PROTECCIÓN NOMINAL Y EFECTIVA DESPUÉS DE 1995 (%)**

Sector <sup>3</sup>	Colombia			Venezuela		
	Nominal	Efectiva		Nominal	Efectiva	
	Promedio <sup>1</sup>	Promedio <sup>2</sup>	Desviación estándar	Promedio <sup>1</sup>	Promedio <sup>2</sup>	Desviación estándar
1 Café sin tostar no descafeinado	10	9	*	10	9	*
2 Otros productos agrícolas	41	9	13	42	11	14,2
3 Animales vivos y productos animales	7	2	6,8	7	2	6,5
4 Productos de silvicultura y extracción de madera	5	4	4,4	5	5	4,1
5 Pescado y otros productos de la pesca	16	2	7,8	20	6	9,8
6 Hulla y lignito; turba	5	4	0	5	4	0
7 Petróleo crudo, gas natural; minerales uranio y torio	10	6	4	9	6	2,7
8 Minerales metálicos	5	3	2,5	5	4	0
9 Otros minerales no metálicos	5	4	2,1	5	4	1,8
10 Electricidad y gas de ciudad	0	2	3,7	5	0	3,7
12 Carne y pescado	36	49	114,3	35	58	108,4
13 Aceites, grasas animales y vegetales, borras y tortas	71	54	97	75	57	93,9
14 Productos lácteos	44	46	44,9	52	58	40,8
15 Productos de molinería; almidones y sus productos	39	27	89,7	29	32	86,5
16 Azúcar	148	154	89,3	151	153	89,3
17 Café transformado	19	16	7,6	20	19	2,5
18 Cacao, chocolate ,confitería; productos de azúcar	20	-15	10,3	20	-15	10,3
19 Otros productos alimenticios, n.c.p.	16	2	9,6	16	4	7,2
20 Bebidas	21	10	9,4	23	12	4,3
21 Productos de tabaco	20	20	0	20	20	0
22 Hilados e hilos; tejidos de fibras textiles	19	13	11,8	17	14	11
23 Artículos textiles (excepto prendas de vestir)	17	18	9,8	14	19	7
24 Tejidos de punto o ganchillo; prendas de vestir	20	21	4,6	20	22	3,9
25 Cuero y productos de cuero; calzado	14	9	12,5	18	8	12,1
26 Productos de madera, corcho, paja y mat. trenzables	14	14	13,3	13	17	10,5
27 Pasta de papel, papel y cartón	10	12	10,4	7	17	7,7
28 Impresos y artículos análogos	11	12	13,9	4	15	14,2
29 Prods. De petróleo refinado; prods. de horno de coque	13	7	4,3	9	7	3,8
30 Productos químicos básicos y elaborados	8	3	12,1	9	5	12,2
31 Productos de caucho y productos plásticos	15	17	10,3	16	19	7,9
32 Vidrio, productos de vidrio; otros prods. no metálicos	14	13	8,2	13	14	6
33 Muebles; otros bienes transportables n.c.p.	17	17	9,9	18	18	9,2
34 Desperdicios y desechos	7	9	12,8	4	10	12,6
35 Metales comunes y productos metálicos elaborados	11	9	9	12	10	8,2
36 Maquinaria para usos generales y especiales	9	8	7,8	10	10	7,3
37 Otra maquinaria y suministro eléctrico	7	6	7,3	10	9	7,1
38 Equipo de transporte	21	10	19,5	25	9	18,4
0 Total	14,5	10,8		18,1	12,5	
Desviación estándar	12,5		26,3	12,4		25,7

<sup>1</sup> protección nominal: promedios arancelarios ponderados (con SAPF, marzo 2000).

<sup>2</sup> protección efectiva: promedios simples por sector.

<sup>3</sup> La desagregación de este sector corresponde a las categorías de cuentas nacionales del DANE con el fin de utilizar los coeficientes técnicos para el cálculo de las tasas de protección efectiva.

\* El sector de café solamente tiene una línea arancelaria.

Fuente: Echavarría, Gamboa & Guerrero (2000).

colombianos lo favorecen. Los gremios agroindustriales manifiestan, por lo general, rechazo al mismo, como en el caso de los que usan el azúcar como insumo principal. No obstante, algunos de ellos están muy satisfechos con el sistema en la medida en que las modificaciones introducidas entre 1991 y 1995 fueron precisamente diseñadas para incluirlos dentro del esquema de protección. Por supuesto, esto es un proceso que nunca termina y de vez en cuando surge oposición de otros productores agroindustriales afectados.

Los gremios de Venezuela son menos vehementes cuando se trata de defender el sistema de bandas de precios. La producción de bienes agrícolas es menos importante y las importaciones tienen una participación mayor en los procesos productivos que en Colombia. De hecho, Venezuela es un importador neto de estos bienes, excepto en el caso del sorgo, arroz y maíz amarillo.

Estados Unidos ha ejercido presión unilateral sobre Colombia (y otros países andinos) tendientes a modificar dichas prácticas y en algunos casos ha tenido éxito. A pesar de que Colombia, Ecuador y Venezuela han utilizado cláusulas especiales para usar el sistema de bandas de precios, fácilmente podría ser cuestionado en un futuro cercano en la OMC. Por ejemplo, si el SAFP resulta en una violación de sus consolidaciones arancelarias o si la OMC realiza un examen de política comercial mas comprehensivo<sup>28</sup>. Los países andinos podrían utilizar otros instrumentos para subsanar problemas específicos de cada producto y, de esta manera, se reducirían las distorsiones generadas por el SAFP. Los gremios de ambos países por lo general hacen lobby a favor del sistema, a pesar de que a veces lesiona los intereses de productores

de bienes agroindustriales, en particular en Colombia.

## **b. Acuerdos de absorción doméstica de Colombia**

Colombia ha implementado convenios de absorción doméstica que obligan a los importadores a adquirir una cantidad específica de productos colombianos, determinada por el gobierno, como una precondition para el otorgamiento de licencias de importación. Estos acuerdos se han utilizado para algunos productos agrícolas (trigo, sorgo y aceite de palma) con el objeto de mejorar los precios que reciben los productores nacionales, en la medida que aseguran la venta de su producto y se controlan los excedentes. El reporte de la OMC sobre Colombia de 1996 reconoce que esta política tiene efectos potencialmente restrictivos sobre las importaciones, pero no estima dichos efectos. Sin embargo, se puede afirmar que a nivel interno se absorben los productos a unos precios mayores a los precios internacionales<sup>29</sup>.

Los contratos de absorción doméstica fueron notificados al Comité de la OMC que tiene que ver con el acuerdo TRIMS, cuando en realidad es una medida que administra el comercio exterior. Por tanto, este tipo de notificación ilustra cómo una práctica restrictiva específica es autorizada por la OMC a pesar de que técnicamente no clasifica bajo la categoría bajo la cual es notificada.

La utilización de este instrumento estuvo permitida hasta finales del año 2000 y, recientemente, en respuesta a presiones proteccionistas de productores agrícolas, el gobierno colombiano pidió autorización para continuar utilizando los convenios de absorción para bienes agrícolas hasta el año 2006. Aun no se conoce la respuesta de la OMC a dicha solicitud.

<sup>28</sup> El próximo trade policy review está previsto para el año 2001.

<sup>29</sup> Ver Rajapatirana (1998b).

### c. Licencias de importación de Venezuela

Las autoridades de Venezuela que tienen potestad sobre el sector agrícola han utilizado algunas veces sistemas de licencias de importación y/o consideraciones sanitarias diversas para limitar las importaciones de productos sensibles. Durante la implementación del sistema de licencias de importación en febrero de 1997, para administrar el arancel-cuota para el sorgo y el maíz amarillo, el Ministerio de Agricultura pudo promover el cumplimiento de requisitos de absorción doméstica para el caso del sorgo. De esta manera, los demandantes de este producto debían comprar una cantidad asignada por el gobierno de sorgo nacional a un precio oficial elevado para poder obtener la licencia de importación para maíz amarillo.

De manera similar, el Ministerio de Agricultura ha prohibido las importaciones de varios productos agrícolas. De hecho, a finales de 1998 se prohibieron las importaciones provenientes de Estados Unidos de cebolla y papa. Persiste una prohibición sobre el jugo de naranja ya que las autoridades venezolanas argumentan peligros de tipo sanitario.

### B. El AEC andino

El Arancel Externo Común (AEC) andino es uno de los elementos centrales de la política comercial de Colombia, Venezuela y Ecuador. El AEC fue adoptado mediante la Decisión 370 de febrero de 1995. El promedio nominal de las posiciones arancelarias a ocho dígitos del sistema armonizado, contenidos en la Decisión 370, es 12,8%. Este promedio es históricamente bajo y garantiza menores aranceles para los países en los próximos años.

El AEC fue diseñado con cuatro niveles (5, 10, 15 y 20 por ciento). Para promover la generación de valor agregado, las materias primas y los bienes inter-

medios cuentan con las menores tasas y las mayores tasas fueron asignadas a los bienes finales. Sin embargo, se mostrará que debido a las numerosas excepciones, concentradas en materias primas, bienes de capital y los sectores agrícola y automotor, el esquema de protección resulta más aplanado de lo que se pretendía inicialmente. Por esta razón la protección efectiva es menor que la protección nominal en la mayoría de los sectores. Bolivia y Perú no aplican el AEC<sup>30</sup>.

Las estructuras arancelarias de Colombia, Ecuador y Venezuela eran relativamente similares antes de la entrada en vigor del AEC, lo cual facilitó la adopción del instrumento (Echavarría 1998). En general, las diferencias relevantes son las siguientes: Venezuela protege relativamente más "alimentos y bebidas" que Colombia y Ecuador y "equipo de transporte" relativamente menos. Así mismo, y por obvias razones, Venezuela tiende a proteger menos "aceites y lubricantes" que los otros dos países. En general, Ecuador otorga menor protección a las materias primas<sup>31</sup>.

La dispersión arancelaria se redujo de manera importante con la adopción del AEC. En 1986 existían 29 niveles de impuestos aplicados en la frontera (26 niveles arancelarios) en Colombia y 41 en Venezuela, mientras que el AEC contempla solamente cuatro niveles arancelarios (Echavarría, 1998, cuadro A-1, p.101). La desviación estándar también se re-

---

<sup>30</sup> La Decisión 370 autorizó a Bolivia a aplicar sus niveles arancelarios domésticos de manera permanente, actualmente 5 y 10 %, reconociendo su condición de menor nivel de desarrollo relativo. Además, Perú adoptó la condición de observador desde 1992, aparentemente esperando que la estructura del AEC se aplanara y se volviera más uniforme como la peruana. Perú cuenta con un arancel plano de 12% con algunas excepciones en agricultura y textiles y confecciones, las cuales aumentan el arancel nominal promedio a 13,2%.

<sup>31</sup> Ver Echavarría (1998).

dujo considerablemente, pasando de 16,9% (Colombia) y 28,4% (Venezuela) a 4,8% en 1995 (AEC). El arancel máximo permitido cambió de 135% y 113%, respectivamente, en 1986, a 35% (AEC). En resumen, el AEC redujo el promedio y la dispersión arancelarios.

El cuadro 4 muestra cálculos recientes de protección efectiva (PE) para Colombia y Venezuela. El promedio obtenido es de 10,8% en Colombia y 12,5% en Venezuela. Para Colombia se observa una mayor protección para los bienes de consumo final, tanto durables como no durables, y los siguen los materiales de construcción, materias primas y bienes de capital. El patrón es similar en Venezuela pero los promedios tienden a ser mayores en la mayoría de los sectores y las diferencias obedecen a las excepciones autorizadas en cada país (Anexos a la Decisión 370 de 1995). Las estimaciones incluyen las excepciones del SAFF, CCSA y la mayoría de las demás excepciones (pero no aquellas contenidas en el Anexo 4, ver Sección III).

Las excepciones al AEC se concentran en materias primas, bienes de capital, bienes agrícolas cubiertos por el SAFF<sup>32</sup> y bienes del sector automotor (CCSA) y pueden clasificarse en dos categorías, permanentes y transitorias. Ya consideramos las características de dos excepciones permanentes, el SAFF y el CCSA, pero existen otras de esta categoría que cuentan con una aplicación discrecional de tasas de 0 o 5% en virtud de su condición de bienes "no producidos" en la subregión (principalmente materias primas y bienes de capital)<sup>33</sup>. Otra excepción permanente tiene que ver con la autorización con que cuenta Ecuador pa-

ra aplicar aranceles menores sobre 15% de su universo arancelario, alrededor de 990 posiciones arancelarias, en virtud del Anexo 2 de la Decisión 370.

La excepción temporal más importante está representada por el conjunto de listas contenidas en el Anexo 4 de la Decisión 370 y que cuenta con 230 productos para Colombia y Venezuela y 400 para Ecuador. Estas excepciones debían haberse eliminado gradualmente en un periodo de cuatro años, pero los países incumplieron su compromiso y se estableció que en junio del año 2000 éstas desaparecerían (Decisión 466 de mayo de 1999). Para cumplir con esta fecha, Colombia y Venezuela sacaron 20% de los productos contenidos en su respectiva lista en agosto de 1999, pero Ecuador finalmente no pudo hacer lo propio debido a la grave crisis económica de ese entonces. Por tanto, Colombia y Venezuela se negaron a continuar desmontando este Anexo.

El Cuadro 4 muestra que las tasas de protección efectiva para la mayoría de los sectores son menores a las nominales. Además, las TPE son más heterogéneas, con una desviación estándar que duplica la tasa de protección nominal. Estas distorsiones son bastante evidentes para el caso de los productos agrícolas. Las mayores tasas de protección nominal en la agricultura se han traducido en bajas TPE en sectores que demandan insumos altamente protegidos, sobre todo 20 "bebidas" y 18 "cacao, chocolate, confitería; productos de azúcar". Por supuesto, estas distorsiones son claves para explicar por qué la TPE agregada es menor que la protección nominal en ambos países para estos productos.

<sup>32</sup> Algunos bienes agrícolas todavía se encuentran en las listas de excepciones (Anexo 4 de la Decisión 370). Por ejemplo, desde julio de 1999 quedaban diez productos agrícolas en la lista colombiana (Arguello, 1999, p.49).

<sup>33</sup> La Secretaría General de la CAN elabora periódicamente una lista de estos bienes y cada país puede escoger un arancel ya sea de la Decisión 370 o de los aranceles especiales de cinco o cero por ciento. Existen 2.200 partidas arancelarias a ocho dígitos en esta categoría de excepción y la mayoría pertenecen a Colombia (85% de los 2.200 productos), seguida por Venezuela (75%) y Ecuador (67%). Secretaría General de la CAN (1999), p.12.

El promedio de PE para "equipo de transporte" es bajo a pesar de las medidas proteccionistas del CCSA, probablemente porque las 28 líneas arancelarias incluídas en su cálculo tienen un peso menor.

En resumen, la estructura de protección efectiva indica que no aplica la estructura escalonada que inspiró los niveles contenidos en la Decisión 370. El impacto de las excepciones es considerable y en gran medida obedece a las excepciones del mecanismo de bandas de precios. Opuesto a lo que se esperaba, la protección a la industria de ensamble de automotores y autopartes no parece producir mayor impacto.

### **C. El surgimiento de medidas compensatorias y presiones domésticas de protección**

Esta sección discute la creciente utilización de medidas compensatorias como respuesta a las presiones de los productores por la competencia de las importaciones y la considerable apreciación real de la tasa de cambio observada durante los años noventa. Se describe brevemente el marco regulatorio que rige las solicitudes de protección, las cuales se han traducido en un número creciente de solicitudes de investigación de prácticas desleales al comercio por parte del sector privado. La utilización de derechos anti-dumping ha aumentado entre Colombia y Venezuela así como otros problemas bilaterales. También se mencionan los subsidios y las salvaguardias.

#### **1. Marco regulatorio**

Las demandas de protección por parte del sector privado a través de solicitudes de derechos anti-dumping han aumentado en la CAN durante la década de los noventa, en particular entre Colombia y Venezuela. En comparación con el anti-dumping, las investigaciones para imponer salvaguardias han sido marginales, así como los casos de subsidios. Por lo tanto, el refinamiento de la política anti-dumping, siguiendo

de los estándares OMC, no parece haber sido la respuesta para prevenir el deslizamiento hacia el proteccionismo mediante la utilización de este instrumento.

Colombia introdujo legislación sobre anti-dumping y medidas compensatorias en 1991 durante el proceso de apertura y Venezuela hizo lo mismo en 1992. La motivación principal era contar con mecanismos para compensar la reducción en la protección y también para contar con una solución a supuestas deficiencias en los procedimientos aduaneros (Rajapatirana, 1998a, p.11). Colombia modificó sus leyes anti-dumping en 1995 para cumplir con lo establecido en la OMC. Sin embargo, esta modificación erosionó la prueba de anti-dumping vigente hasta entonces que era más rigurosa y más estricta (Guash & Rajapatirana, 1998, p.22). Venezuela modificó hace pocos años su legislación para hacerla acorde con las regulaciones OMC.

El Incomex en Colombia era la entidad encargada de investigar las prácticas desleales al comercio hasta que fue fusionada con el Ministerio de Comercio Exterior en mayo del año 2000, y ahora esa responsabilidad recae sobre una Dirección del Ministerio. La institución venezolana es la Comisión Anti-dumping y sobre Subsidios (CASS), una entidad descentralizada del Ministerio de la Producción y el Comercio.

Las legislaciones colombiana y venezolana sobre anti-dumping no aplican a las importaciones provenientes de los países de la CAN. Para estos casos aplica una ley anti-dumping supra-nacional (Decisión 283 de 1991) y la entidad encargada de decidir es la Secretaría General de la CAN. Esta normativa supra-nacional fue reemplazada por las Decisiones 456 y 457 de mayo de 1999 para cumplir con los estándares multilaterales. Además de decidir sobre los casos de anti-dumping al interior de la CAN, la Secretaría tiene jurisdicción para determinar cuáles derechos anti-dumping deben ser aplicados en más de un país



cuando el productor extranjero causa perjuicio a las exportaciones intra-regionales.

En relación con las salvaguardias, la CAN adoptó la Decisión 452 en abril de 1999 para establecer el mecanismo comunitario de salvaguardias a las importaciones provenientes de terceros países y que amenazan con causar daño o causen perjuicio a la producción local y al comercio intra-regional. Las autoridades aseguran que esta normativa sigue el espíritu del acuerdo sobre salvaguardias de la OMC, pero algunos analistas argumentan que estas nuevas Decisiones son menos estrictas que las anteriormente vigentes (Guash & Rajapatirana, 1998, p.22).

## 2. Casos

El Cuadro 5 resume los casos de anti-dumping, subsidios y salvaguardias presentados ante la Secretaría General de la CAN para su investigación y posterior

autorización para la imposición de los respectivos derechos compensatorios. El cuadro muestra el país de origen del producto, el país demandante y si la investigación condujo a la imposición de derechos provisionales o finales.

La Secretaría General ha estudiado 16 casos de anti-dumping desde 1991, la mayoría contra una diversa lista de productos colombianos tales como cremalleras, fibras de poliéster, jeringas, hierro y acero, entre otros. Los productos venezolanos investigados incluyen productos de hierro y acero, lavamanos en acero inoxidable y motores eléctricos. Cerca del 50% de estos casos llevaron a la imposición de derechos finales y un porcentaje similar fue negado en el caso de la imposición de derechos provisionales. La Secretaría General ha realizado 8 investigaciones de anti-dumping desde 1998 y cuatro de ellas involucraron a Colombia y Venezuela, mostrando la creciente utilización de este instrumento a nivel andino.

**Cuadro 5. CASOS DE ANTI-DUMPING, SUBSIDIOS Y SALVAGUARDIAS DE LA CAN**

Origen del producto	País demandante	Derechos provisionales	Derechos finales
<b>Anti-dumping 1991 a julio 2000</b>			
Bolivia = 1	Bolivia = 0	Si = 4	Si = 7
Colombia = 8	Colombia = 4	No = 9	No = 4
Ecuador = 4	Ecuador = 2	Pendientes = 0	Pendientes = 2
Perú = 1	Perú = 5	Suspendidos	Suspendidos
Venezuela = 4	Venezuela = 5	Investigación = 3 <sup>1</sup>	Investigación = 3 <sup>1</sup>
Otros=2			
Total No. de casos=16			
Número de casos entre 1998 y julio de 2000: 8			
<i>Subsidios 1992-1999 (dos casos en 1992, uno en 1999):</i>			
Venezuela = 2	Colombia = 2	Si = 0	Si = 0
India = 1	Perú = 1	No = 2	No = 1
Total No. de casos = 3		Investigación terminada por país demandante = 1	Investigación terminada por país demandante = 2
<b>Salvaguardias 1991-1999</b>			
Todos los países = 5	Colombia = 8		Si = 2
Bolivia = 2	Ecuador = 1		No = 4
Colombia = 1	Perú = 2		Derechos suspendidos = 6
Ecuador = 5	Venezuela = 1		
Venezuela = 1			
Total No. de casos = 12			

<sup>1</sup> La investigación fue terminada en tres casos en 1992-94 a solicitud del país demandante.

Fuente: Resoluciones de la CAN.

En Colombia se observa una tendencia clara hacia la creciente utilización de las medidas anti-dumping, como se muestra en el Cuadro 6 que resume el número de casos investigados utilizando la legislación doméstica sobre anti-dumping y medidas compensatorias<sup>34</sup>.

Entre 1991 y finales de 1999 se presentaron un total de 29 casos que fueron iniciados por solicitud del sector privado. Los productos provenían de la Unión Europea (6 casos), Estados Unidos (4), Rusia (3), América Latina (no miembros de la CAN) (3), China (1), Corea del Sur (1) y Vietnam (1). Los casos más recientes de anti-dumping involucraron productos como llantas (de Corea del Sur), arroz (Vietnam) y diversos productos de acero (Rusia). Dos casos de subsidios investigados no terminaron en la imposición de derechos mientras que 11 de los 27 casos de anti-dumping resultaron en la autorización para aplicar derechos finales.

Solamente tres investigaciones de la CAN contra supuestas prácticas de subsidios llevaron a la imposición de derechos compensatorios (casos de subsidios). Dos de estas investigaciones ocurrieron en 1992 y estuvieron relacionadas con las exportaciones de Venezuela de un insumo para la producción de

plástico y con el arroz proveniente de Colombia. La última queja contra estas prácticas fue contra las exportaciones de la India de "ampicilina y sus sales" que afectaban a las exportaciones peruanas a la sub-región. El caso fue cerrado sin que se autorizara la aplicación de derechos compensatorios en febrero de 2000 a solicitud de la firma peruana que originalmente pidió la apertura de la investigación, porque únicamente se encontró evidencia de perjuicio en el mercado colombiano.

Colombia ha sido muy activa en solicitar autorizaciones para imponer salvaguardias. Este país originó 8 de los 12 casos que se presentaron entre 1991 y 1999 (Cuadro 5). La Secretaría General solamente ha autorizado la aplicación de derechos en dos casos presentados por Colombia contra las exportaciones ecuatorianas de sacos de polipropileno (1994) y tablas de triplex (1996).

**3. Otros problemas comerciales bilaterales**

La imposición de derechos anti-dumping y compensatorios, así como la existencia de legislación que contraría los acuerdos multilaterales, han generado conflictos bilaterales aun no resueltos. Han surgido presiones por parte de grupos de interés afectados

**Cuadro 6. CASOS DE ANTI-DUMPING, SUBSIDIOS Y SALVAGUARDIAS DE LA CAN**

Total no. casos	Derechos provisionales (dumping)	Derechos finales (dumping)
Dumping = 29	Si = 11	Si = 11
Subsidios = 2	No = 10	No = 8
Solicitud de investigación negada:	Pendientes = 0	Pendientes = 2
Dumping = 8		
Subsidios = 2		

Nota: estos casos no incluyen las investigaciones de la CAN incluídas en el cuadro 5.  
Fuente: Ministerio de Comercio Exterior.

<sup>34</sup> No fue posible conseguir información comparable de la CASS de Venezuela.

por un comercio casi libre entre Colombia y Venezuela. Los países han optado por un diálogo cooperativo en vez de acudir a las instancias mediadoras de la OMC. Los temas de esta agenda se discuten por lo general entre los ministros de comercio exterior cada tres meses, aunque este plazo no se cumple estrictamente.

Para finales de 2000 Colombia tenía cuatro problemas centrales en el comercio con Venezuela. Uno era la restricción impuesta a los transportadores de carga terrestre colombianos, los cuales debían hacer un trasbordo de la carga a camiones venezolanos en la frontera. En junio del año 2000, el Tribunal Andino de Justicia ordenó a las autoridades venezolanas eliminar esta práctica. El sector transportador venezolano amenazó con bloquear el comercio si se levantaba la restricción y, por tanto, el gobierno venezolano incumplió durante mucho tiempo con el dictamen del mencionado tribunal. El segundo problema es la utilización recurrente de permisos sanitarios para restringir la entrada de diversos productos colombianos, como la carne, huevos y papas, entre otros. El sector agrícola venezolano presenta una competitividad muy inferior a la colombiana y, por tanto, el gobierno venezolano tiende a restringir las importaciones provenientes de Colombia con este tipo de normas. El tercer conflicto tiene relación con la imposición de una sobretasa aduanera de 2% que es muy costosa para los exportadores colombianos y está prohibida por la normativa de la CAN. El último problema consiste en una cuota a las importaciones de azúcar, un tema que ha afectado por muchos años la agenda bilateral por el interés de los productores colombianos de abastecer el mercado del vecino país.

Los problemas de Venezuela con Colombia son básicamente tres: i) la legislación colombiana en torno al comercio de licores; ii) el contrabando de cigarrillos desde Maicao (un puerto libre al noreste de Colom-

bia); y iii) las demoras en la expedición de licencias de importación para diversos productos. Estos dos últimos problemas son marginales en comparación con el tema del comercio de licores.

La legislación colombiana sobre el comercio de licores, la cual fue cuestionada por diversos países pero el tema nunca fue tocado por la OMC, establece que las regiones tienen poder monopólico sobre el comercio de este producto y pueden establecer las condiciones que gobiernan dicho mercado. De esta manera, las regiones discriminan en la práctica contra licores producidos en otros países y contra los de otras regiones del país. Para solucionar este problema, a principios del año 2000 se radicó en el Congreso colombiano un proyecto de reforma constitucional (acto legislativo) al Artículo 336 de la Constitución de 1991 para modificar estas condiciones y permitir en las regiones la competencia por parte de terceros países. Sin embargo, su aprobación no cuenta con gran probabilidad de éxito debido a que los ingresos fiscales derivados de este monopolio son sustanciales y las regiones afectadas cuentan con gran poder en el Congreso.

#### **IV. COMPROMISOS EN LA OMC: COSTOS Y BENEFICIOS**

Esta sección analiza, con base en entrevistas, las percepciones de los jugadores más importantes al interior del sector público y los gremios sobre las principales implicaciones de los compromisos derivados de la OMC para Colombia y Venezuela. Una opinión común es que ha habido pocos ajustes importantes en el ámbito económico como consecuencia de los ARU. Por tanto, esto significa que los costos tampoco han sido tan significativos como se esperaba inicialmente.

Las políticas unilaterales y los desarrollos subregionales se consideran fuentes principales de modifi-

caciones importantes en la política comercial. Además, como se argumentó en la Sección III, persisten áreas grises en la normativa multilateral que permiten a los gobiernos continuar otorgando protección específica a sectores como el agrícola y el automotor, a pesar de que el margen de maniobra se ha reducido de manera considerable. El alivio otorgado por la aplicación de derechos anti-dumping también ha sido una fuente de protección sectorial, por lo tanto, el sector privado no ha sentido mayor tensión proveniente de las disciplinas multilaterales.

### **A. Beneficios**

Como países miembros de la OMC, los empresarios de Colombia y Venezuela han ganado certidumbre en cuanto a acceso a mercados y, de cierta manera, mayor transparencia gracias a las reglas y procedimientos utilizados por todos los socios comerciales miembros de la OMC. Esto se percibe como un importante beneficio.

Primero, el hecho de ser miembros de la OMC le otorga mayor certeza a la comunidad internacional de que los países no modificarán arbitrariamente sus políticas comerciales. En segundo lugar, el marco multilateral le sirve a los diseñadores de política como una barrera de contención frente a nuevas presiones proteccionistas, provenientes tanto de grupos de interés como de dentro del propio gobierno. Por ejemplo, hace pocos años la crisis fiscal y la apreciación de la moneda generaron enormes presiones proteccionistas en Colombia. Por último, el marco multilateral también opera como un seguro para evitar que se pierda el terreno recorrido con las reformas unilaterales (reducción arancelaria, eliminación de barreras para-arancelarias, mayor apertura a la inversión extranjera, entre otros), asegurando la continuación de un régimen abierto al comercio internacional.

Otro beneficio significativo identificado en nuestras entrevistas está asociado con los avances en materia del procedimiento de solución de controversias en la Ronda de Uruguay. La nueva normativa le otorgó mayores derechos a países pequeños, permitiendo que Colombia y Venezuela participen en igualdad de condiciones en la resolución de disputas comerciales, tanto con países desarrollados como con países en desarrollo. Por ejemplo, Colombia fue uno de los países que solicitó un panel contra el régimen restrictivo de importación de banano de la Unión Europea. Colombia también solicitó en el año 2000 un panel contra Nicaragua ya que este último impuso aranceles de 35% a los productos colombianos debido a una controversia de delimitación territorial.

Resulta interesante el hecho de que los representantes del sector privado estuvieron de acuerdo en la forma en que Colombia y Venezuela manejan sus disputas comerciales. Estas nunca han sido llevadas a la OMC, sino que se discuten a nivel bilateral y usualmente se utiliza el marco de la CAN para dirimir las diferencias.

Las consolidaciones arancelarias, el compromiso de no aumentar los aranceles más allá del techo acordado o consolidado, son temas entendidos por muchos como un resultado positivo de los ARU. Sin embargo, los techos arancelarios han llevado al sector privado a solicitar otras formas de protección, como los derechos anti-dumping. Adicionalmente, los techos son extremadamente altos: 35% para la mayoría de bienes industriales; 70% y 40% para la mayoría de los bienes agrícolas y los automotores, respectivamente (Cuadro 2).

El compromiso de eliminar el acuerdo multifibras, que aplica al comercio de textiles y confecciones, en un periodo de 10 años, comenzando en 1995, es considerado por el sector privado como un beneficio significativo de los ARU. Debido a que la mayoría

de la liberalización tiene lugar al final del periodo, es posible que el sector de textiles y confecciones colombiano pueda entonces ganar más mercado debido a su elevada competitividad. Este sector en Venezuela también se beneficiará pero en menor medida.

En relación con la inclusión de agricultura en el sistema multilateral de comercio, el sector privado y público tienen opiniones diferentes. El sector público considera que los ARU son útiles para oponerse a intereses que pedían retomar medidas ya eliminadas, tales como barreras para-arancelarias, en momentos en que las economías entraban en recesión. Los sectores agrícolas de cada país, particularmente en Colombia, encuentran que sus países se amarraron las manos innecesariamente y que el sector amerita contar con mayores opciones de protección frente a la competencia internacional.

## **B. Costos**

El sector privado aseguró que el menor margen de acción para la aplicación de incentivos a las exportaciones, particularmente en cuanto a subsidios, es uno de los mayores costos de los ARU. Curiosamente, antes de que finalizara la Ronda de Uruguay los subsidios a las exportaciones ya estaban en niveles muy bajos (Sección II.A.2). Este resultado puede verse en una encuesta de Fedesarrollo (abril de 1999) donde se muestra que las firmas colombianas aseguran necesitar subsidios para tener éxito en la actividad exportadora, sobre todo en la región andina (a pesar de que el componente de subsidio de estos instrumentos ya era entonces marginal).

Otro costo señalado por el sector privado, en particular por la industria de ensamble de automotores, está asociado con el acuerdo sobre medidas de inversión relacionadas con el comercio (Trade-Related Investment Measures, TRIMS) y la restricción a los

requisitos de contenido nacional. Como se explicó en la Sección III.A.1, Colombia y Venezuela han protegido al sector de ensamble de automotores y autopartes por medio del Convenio de Complementación en el Sector Automotor (CCSA). Los requisitos de contenido nacional y la geografía han sido indispensables para crear un mercado intra-regional en esta categoría de bienes. Luego de un lobby intenso por parte del sector de ensamble de automotores y autopartes, Colombia y Venezuela optaron por mantener los requisitos de contenido nacional denominándolos reglas de origen. Entonces, el sector en la práctica no ha tenido que manejar ningún costo de adaptación a los ARU.

## **V. LA AGENDA COMERCIAL Y DE INTEGRACIÓN**

Esta sección analiza la participación del sector privado colombiano y venezolano en la agenda comercial y de integración y otorga atención al marco institucional y a los canales de participación del sector privado en las negociaciones comerciales. También describe el papel de los grupos más activos en la formulación e implementación de la política comercial. Por último, se hace una breve referencia a la agenda de futuras negociaciones comerciales.

### **A. El marco institucional para la participación privada en la política comercial y de integración en Colombia**

La participación del sector privado en la política comercial ha venido aumentado desde principios de los años noventa en Colombia. Esto ha sido el resultado de la liberalización comercial y de la estrategia de integración que motivaron que el sector privado y el sector público trabajaran conjuntamente. Además, la reforma constitucional de 1991 generó un cambio significativo en la relación entre los agentes del sector privado y del gobierno. La nueva Constitución reemplazó el principio de "democracia repre-

sentativa" por uno que puede denominarse como de "democracia participativa"<sup>35</sup>.

En el caso del comercio exterior y la integración, se han desarrollado diversos mecanismos formales para la participación del sector privado. La Comisión Mixta de Comercio Exterior reúne a los representantes del Consejo Superior de Comercio Exterior y el sector privado. El Consejo Superior es el órgano de consulta del gobierno nacional en materia de comercio exterior y está presidido por el Presidente<sup>36</sup>. El objetivo principal de la Comisión Mixta es analizar la política comercial y formular recomendaciones al gobierno nacional. El Ministerio de Comercio Exterior también se apoya en comités consultores a nivel nacional y regional en los cuales participan empresarios y representantes de los gremios.

A pesar de la creación de estas instituciones, cuando se realizaron las reformas comerciales a comienzos de los noventa, se presentaron pocas ocasiones para la participación regular del sector privado en el diseño e implementación de la política comercial. Ocampo & Esguerra (1992) documentan el caso de las decisiones adoptadas en el Grupo Andino durante la reunión de Galápagos en diciembre de 1989, las cuales fueron luego consignadas en el Acta de Barahona de 1991 y que resultaron en la consolidación del área de libre comercio entre Colombia y Venezuela. De manera similar, durante las negociaciones del TLC-G3, las decisiones adoptadas por los presidentes en la Declaración de Puerto Príncipe de 1993

fueron hechas sin la participación del sector privado. Por último, las negociaciones en la OMC no han sido la excepción, ya que a principios de los años noventa fue el gobierno quien estableció las consolidaciones arancelarias así como los términos de las negociaciones de servicios financieros.

Sin embargo, otros canales informales sí han operado. En particular, desde la creación del Mincomex ha existido un canal de comunicación entre el sector privado y el gobierno y también cierta coordinación al interior del gobierno. En relación con las negociaciones multilaterales y bilaterales, en 1991 se creó una metodología de trabajo con los gremios con base en las experiencias de la Comunidad Andina y el ejemplo de Nafta. Con esta metodología se buscaba mantener un canal de comunicación y una coordinación permanente con el sector privado. Este sistema fue utilizado de manera activa durante las negociaciones del TLC-G3 y en la negociación CAN-Mercosur. También fue aplicado en las discusiones relacionadas con agricultura y textiles y confecciones en la OMC.

Esta estrategia ha funcionado muy bien durante las reuniones preparatorias de las negociaciones ya que han servido para definir una posición de negociación. El sector privado está informado acerca del avance de las negociaciones, cuando se considera pertinente, por medio de un mecanismo comúnmente llamado como "el cuarto de al lado". No obstante, si bien se discuten aspectos técnicos de la negociación, los aspectos más importantes se abordan a un elevado nivel político (ministerial o incluso presidencial). En respuesta, los gremios utilizan a la prensa para dar a conocer sus opiniones en cuanto a aspectos en los que no tienen poder político, forzando al gobierno a debatir sus decisiones en público y no en el "cuarto de al lado"<sup>37</sup>.

Ahora bien, la heterogeneidad del sector privado no permite la identificación de un único grupo o sector

<sup>35</sup> Ver Lleras de la Fuente, C. (1992) "La concertación económica entre los sectores público y privado en la Constitución Nacional", comentarios presentados en el Congreso Nacional de Analdex. Cartagena, Colombia.

<sup>36</sup> El Consejo está conformado por el Presidente, los ministros de Desarrollo Económico, Comercio Exterior, Relaciones Exteriores, Hacienda, Agricultura, Minas y Energía, el director de Planeación Nacional y el Gerente General del Banco de la República.



poderoso en Colombia. Sin embargo, existe un gremio que agrupa a las principales empresas manufactureras: la Asociación Nacional de Industriales (ANDI). Su poder relativo es alto, comparado con el de otros gremios, y el gobierno por lo general prefiere a la ANDI como moderador con el sector privado. Sin embargo, hay otros gremios que representan actividades o sectores específicos, y que comparten la importancia de la ANDI como los gremios de los productores de plásticos y petroquímicos (Acoplásticos) y el gremio de los exportadores (Analdex), entre los más importantes.

## **B. La agenda para futuras negociaciones comerciales**

La coordinación entre Colombia y Venezuela fue muy activa durante la negociación del TLC-G3 y en las negociaciones con Brasil y Argentina. Sin embargo, se requiere de una mayor discusión y definición en torno a importantes decisiones futuras: ¿qué temas deben ser discutidos en los distintos foros (en la OMC, en la CAN o en el Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA)? ¿Cuáles son los intereses principales de ambos países en cada uno de estos foros? ¿En qué áreas existen intereses opuestos y qué se puede hacer para que converjan? ¿Cómo aumentar la penetración en los mercados internacionales manteniendo la consistencia con la estrategia adoptada en otros niveles?

Es mucho lo que está en juego, más que en el pasado, por dos razones. Primero, el diseño de una estrategia de integración con países de tamaño similar (como en la CAN, por ejemplo) era relativamente

fácil cuando el impacto potencial en el socio era relativamente bajo. Las nuevas negociaciones como el ALCA o una eventual incorporación al Nafta cambiarán a los países de manera definitiva. Segundo, las negociaciones de los anteriores acuerdos de integración generalmente se limitaban a acceso a mercados. Esto está cambiando a pasos acelerados y las nuevas negociaciones incluirán temas tales como los derechos de propiedad intelectual, servicios, regulaciones en comunicaciones, inversión y medio ambiente, entre otros.

## **1. Organización Mundial del Comercio**

La Comunidad Andina ha procurado coordinar una agenda común en relación con la OMC. Los temas de la agenda incluyen los siguientes puntos:<sup>38</sup>

- ❑ *Ampliación de la agenda de negociaciones.* Existe gran preocupación y oposición a una posible ampliación de los límites de la negociación, en particular en relación con temas laborales y de medio ambiente.
- ❑ *ALCA.* Hay preocupación en torno a la relación entre el proceso del ALCA y la nueva ronda de negociaciones multilaterales.
- ❑ *Agricultura.* Los países andinos buscan una definición clara de subsidios a las exportaciones y mecanismos de apoyo interno, los cuales generan distorsiones considerables en los mercados mundiales. Por solicitud de Colombia, los países andinos quieren obtener un tratamiento especial para aquellas naciones con programas de sustitución.

<sup>37</sup> Ver la carta enviada al presidente de Fedemetal en 1992 y la dirigida a la ANDI en relación con las negociaciones del TLC-G3. Fedemetal (1992), Editorial en *Carta Metalúrgica*, segundo trimestre, julio, Bogotá; ANDI (1994), "Carta al Presidente" en *Revista de la ANDI*, mayo-junio, Bogotá.

<sup>38</sup> Esta sección está basada en la ayuda de memoria de la primera reunión bilateral del Consejo de Comercio e Inversión Bilateral CAN-Estados Unidos (*Trade and Investment Council*, TIC), la cual tuvo lugar el 28 de mayo de 1999, y en documentos internos del Ministerio de Comercio Exterior.

ción de cultivos ilícitos. Colombia está dispuesta a reemplazar requisitos de absorción de cosechas domésticas para algunos bienes agrícolas.

- ❑ *Medidas de inversión relacionadas con el comercio (TRIMS).* Los países de la CAN quieren obtener una extensión para el acuerdo automotor, notificado bajo el acuerdo TRIMS. Así mismo, pretenden renegociar TRIMS debido a la importancia de las medidas de contenido nacional para el convenio automotor y la política agrícola.
- ❑ *Servicios.* Los países andinos pretenden revisar las excepciones de nación más favorecida y excepciones especiales en el área de transporte aéreo. Por su parte, tienen interés en incluir temas pendientes de solución en el Consejo de Servicios de la OMC en cuanto a salvaguardias, subsidios y compras del estado.
- ❑ *Compras del estado.* Los países miembros de la CAN quieren negociar un acuerdo sobre la implementación de una regulación común de compras del estado ya que Colombia y Venezuela no han adherido al Código de Compras Gubernamentales de la OMC.

## **2. Negociaciones hemisféricas y regionales**

Los gobiernos de Colombia y Venezuela buscan mantener una participación activa tanto en las negociaciones regionales como en las hemisféricas. A nivel regional, el interés principal consiste en consolidar el mercado común andino a más tardar el 31 de diciembre del año 2005. Para ello se le está dando atención especial a corregir algunas distorsiones derivadas del AEC y al fortalecimiento de diversos temas, tales como la integración física, las normas técnicas y sanitarias, las compras del estado y la regulación aduanera. Sin embargo, no están en discusión el convenio automotor y las excepciones aplicadas al comercio agrícola.

Una consecuencia directa de la importancia del comercio andino para Colombia y Venezuela ha sido el mayor esfuerzo en torno a mantener un consenso en la CAN en relación con las negociaciones con otros bloques comerciales y otros países<sup>39</sup>. En reiteradas ocasiones los países miembros han mostrado su interés en profundizar sus relaciones económicas y comerciales con el Mercosur y el Mercado Común Centroamericano (MCCA), tratando de concluir con este último bloque las negociaciones que comenzaron a principios de los años noventa. Finalmente, los países andinos han comenzado a negociar un acuerdo con Panamá.

A nivel hemisférico, Colombia y Venezuela han mantenido una participación activa en las reuniones preparatorias para las negociaciones del ALCA, si bien la Comunidad Andina actúa con una vocería única en este foro. Así, demuestran que saben bien que una demora (o posible falla) en su materialización podría privarlos de mejores condiciones de acceso a su principal mercado de exportación.

Por último, las autoridades económicas de Colombia y Venezuela han establecido una agenda para mejorar las relaciones comerciales con la Unión Europea, enfocándose en tres aspectos principales. Primero, se busca promover una mayor utilización de las preferencias comerciales obtenidas por el Programa Especial de Cooperación (Special Cooperation Program, SCP-drogas). Segundo, Colombia espera defender su posición ante el régimen restrictivo de importación de banano y, en lo posible, conseguir una cuota mayor mientras se logra su total eliminación. Tercero, se quiere incentivar los contratos de asociación (joint ventures) y las alianzas estratégicas.

---

<sup>39</sup> La CAN representa cerca de 50% de las exportaciones de manufacturas de ambos países; ver sección II.B.3.

## VI. CONCLUSIONES

- ❑ Los Acuerdos de la Ronda de Uruguay (ARU) han jugado un papel marginal en relación con los cambios en el sentido de la liberalización de la política comercial de Colombia y Venezuela. De hecho, durante los años noventa, gran parte de la reformas comerciales e institucionales para adoptar un modelo de desarrollo económico orientado hacia afuera tuvieron lugar de manera unilateral. Sin embargo, los ARU fortalecerán la disciplina multilateral en el comercio mundial y traerán beneficios importantes en el área de solución de controversias. También promoverán la adopción de una política comercial adecuada para la estrategia de desarrollo de Colombia y Venezuela.
- ❑ El proceso de integración andino ha sido el más significativo en términos de la redefinición de la mayoría de la política comercial en ambos países. En particular, el Arancel Externo Común (AEC) andino garantizará aranceles estables y a niveles históricamente bajos en los próximos años.
- ❑ La activa estrategia de integración emprendida a principios de los años noventa forzó al sector público y al sector privado a actuar conjuntamente. Sin embargo, las autoridades han podido excluir al sector privado de las negociaciones comerciales cuando lo han considerado pertinente. Con todo, en los últimos años se han desarrollado nuevos mecanismos para incrementar la participación del sector privado.
- ❑ Las importantes excepciones al AEC, en gran medida originadas en el Sistema Andino de Franjas de Precios (SAFP), han producido una estructura arancelaria mucho más plana de lo que se pretendía originalmente. Esto es una buena noticia pero, por supuesto, existen formas mas transparentes y eficientes para alcanzar este tipo de estructura. La actual estructura arancelaria de cuatro niveles podría modificarse a dos niveles, lo cual facilitaría una integración mas profunda con Perú y Bolivia.
- ❑ Las ambigüedades existentes en los ARU le han permitido a Colombia y Venezuela mantener prácticas comerciales que son bastante heterodoxas considerando los estándares de la OMC. En la agricultura continúan aplicándose precios mínimos y en el sector automotor todavía se aplican requisitos de contenido nacional.
- ❑ Los ARU mejoraron las políticas de promoción de exportaciones en Colombia y Venezuela. Los subsidios a las exportaciones vienen siendo reemplazados por otros instrumentos mas transparentes. Colombia y Venezuela están utilizando de manera activa devoluciones de impuestos indirectos (*drawback*), incentivos crediticios y asistencia en mercadeo e información. Seguramente continuarán las discusiones en torno a estos temas, mientras que el sector privado colombiano y venezolano sigan percibiendo estos recortes a los subsidios como uno de los mayores costos asociados con la OMC.
- ❑ La adopción de las reglas y procedimientos mejorados de la OMC en relación al anti-dumping no han prevenido el deslizamiento hacia la protección sectorial específica mediante la utilización de este instrumento. El sector privado ha demandado cada vez de manera más creciente protección específica a través de solicitudes de investigación de dumping.
- ❑ Varios aspectos bilaterales dificultan la relación comercial entre Colombia y Venezuela. Ninguno ha sido llevado a la instancia correspondiente de la OMC para su solución. Algunas de estos conflictos involucran prácticas de vieja data, como el monopolio colombiano al comercio de licores, que requiere de una reforma constitucional para ser resuelto. Otros, son producto de un claro in-

terés proteccionista que ha caracterizado al gobierno venezolano en los últimos años.

- ❑ El sector privado percibe que los ARU no han implicado costos considerables, con excepción de su impacto en los menores subsidios de exportación y algunas prácticas en la industria automotriz. La política comercial unilateral y la integración andina tienen para ellos un mayor impacto. Los principales beneficios asociados con los ARU son mayor acceso a mercados, la consolidación arancelaria, el procedimiento de solución de controversias y la culminación del acuerdo multifibras.
- ❑ Colombia y Venezuela han incrementado su coordinación en las negociaciones comerciales.

Se ha observado un progreso considerable en la definición de una posición conjunta en las negociaciones relacionadas con la OMC. Debido a su cubrimiento comprehensivo de disciplinas comerciales, el futuro de la política comercial de Colombia y Venezuela, así como el de sus otros miembros, está íntimamente ligado al desempeño futuro de la Comunidad Andina.

El verdadero reto para ambos países es dedicarse a la agenda de integración pendiente, particularmente la andina, sin descuidar sus obligaciones multilaterales. Los acuerdos de integración entre socios similares fueron fáciles de manejar, pero la nueva agenda de integración podría producir enormes costos si no se aborda adecuadamente. Los beneficios potenciales son, por supuesto, mucho mayores.

## BIBLIOGRAFÍA

- ANDI (1994), "Carta al Presidente" en *Revista de la ANDI*, Bogotá, mayo-junio.
- Arguello, R. (1999), "Identification of Interests of the Andean Community and its Member States in Preparation of the WTO Agricultural Negotiations, Final Country Report, Colombia". Universidad del Rosario-Institute of Development Studies, octubre.
- Banco Mundial (2000), *World Development Indicators*. Washington, D.C.
- \_\_\_\_\_ (1997), *World Development Report 1997: The State in a Changing World*, Oxford, Gran Bretaña: Oxford University Press.
- Braga, C.A.; J. Nogués & S. Rajapatirana (1997), "Latin America and the Caribbean in the World Economy", en Burki et al., *Trade: Towards Open Regionalism*, Washington, D.C., BID-Banco Mundial.
- Burki, S.J.; G.Perry & S.Calvo eds. (1998), *Trade: Towards Open Regionalism*, Annual World Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean 1997, Washington, D.C., BID-Banco Mundial.
- Conapri (1999), "Programa de Transición Económica 1999-2000", <http://www.conapri.org>
- De Melo, J. & A. Panagariya (1993), *New Dimensions in Regional Integration*, Centre for Economic Policy Research, Cambridge University Press, Great Britain.
- Desai, Mihir & Hines, James (2000), "The Uneasy Marriage of Export Incentives and Income Tax", *NBER Working Papers* No. 8009.
- Economist (2000), "Going too Far in Support of Trade", 16 de diciembre.
- Echavarría, J.J. (1998), "Trade Flows in the Andean Countries: Unilateral Liberalization or Regional Preferences?", en S.J. Burki, G.Perry and S.Calvo, eds, *Trade: Towards Open Regionalism*, pp.79-102.
- \_\_\_\_\_ (2000), "Colombia en la década de los 90s: neoliberalismo y reformas estructurales en el trópico", *Coyuntura Económica*, septiembre.
- \_\_\_\_\_ C. Gamboa & R. Guerrero (2000), "Escenarios de reforma a la estructura arancelaria de la Comunidad Andina", mimeo, Fedesarrollo.
- \_\_\_\_\_ L. Zuleta & S. Zuluaga (1999), "Impacto sectorial de la integración andina: el caso del sector textil-confección", mimeo, Fedesarrollo.
- Edwards (1995), *Crisis and Reform in Latin America: From Despair to Hope*, Oxford University Press, Banco Mundial, Washington, D.C.
- \_\_\_\_\_ (1998), "The Andean Pact Reforms: How Much Progress? How Far to Go?", in *The Andean Community and the United States: Trade and Investment Relations in the 1990s*, editado por M. Rodríguez, P.Correa & B.Kotschwar eds., pp.9-44.
- Esguerra, P. & J.C. Elorza (1996), "El AEC Andino: protecciones efectivas, sus efectos sectoriales sobre el comercio intra-regional y la integración continental", Informe Final presentado a la Secretaría de la Comunidad Andina, junio 1680, mimeo.
- Fedemetal (1992), Editorial comment in *Carta Metalúrgica*, segundo trimestre, Bogotá, julio.
- Fraser Institute (2000), "Economic Freedom of the World: 2000 Annual Report", (mimeo), Fraser Institute.
- Guash, L. & S.Rajapatirana (1998), "Total Strangers of Soul Mates? Anti-dumping and Competition Policies in Latin America and the Caribbean", *World Bank Policy Research Working Paper*, no.1958, agosto.
- Hommes, R.; A. Montenegro & P. Roda (1994), *Una apertura hacia el futuro: balance económico 1990-94*. Bogotá: Departamento Nacional de Planeación (DNP), septiembre.
- Krueger, A. O. (1997), "Trade Policy and Economic Development: How We Learn", *The American Economic Review*, vol.87, no.1, marzo.
- Lleras de la Fuente, C. (1992), "La concertación económica entre los sectores público y privado en la Constitución Nacional", remarks presented to the National Congress of Exporters (Analdex), Cartagena.
- Ministerio de Comercio Exterior (Mincomex) (1999), "Posibles temas de la nueva ronda de la OMC y los intereses comerciales y económicos de Colombia", Bogotá mimeo.
- \_\_\_\_\_ (1995), *Colombia ante la Organización Mundial del Comercio*, Fundación Friedrich Ebert, Bogotá.
- \_\_\_\_\_ (1994), *El nuevo camino hacia el progreso*, Editorial Retina, Ministerio de Comercio Exterior, Bogotá,
- \_\_\_\_\_ (1993), *La internacionalización de la economía colombiana*, Imprenta Nacional de Colombia, Bogotá.
- Naim, M. (1993), *Paper Tigers and Minotaurs: The Politics of Venezuela's Economic Reforms*, Carnegie Endowment for International Peace, Washington, D.C.

- Nogués, J. & R. Quintanilla (1992), "Latin American Integration and the Multilateral Trading System", in *New Dimensions in Regional Trade*, Cambridge: Cambridge University Press, pp.278-318.
- Ocampo, J. A. & P.Esguerra (1992), "Concertación y política industrial: la experiencia colombiana a la luz de algunos casos internacionales de éxito", documento presentado al Congreso Nacional de Analdex, Cartagena.
- OMC (1997), *Trade Policy Review: Colombia*, Ginebra: Organización Mundial del Comercio, febrero.
- \_\_\_\_\_(1996), *Trade Policy Review: Venezuela*, Ginebra: Organización Mundial del Comercio, enero.
- Panagariya, A. (2000), "Evaluating the Case for Export Subsidies".
- Primo Braga, C.A.; J. Nogués & S. Rajapatirana (1997), "Latin America and the Caribbean in the World Economy", in Burki et al., *Annual World Bank Conference on Development in Latin America and the Caribbean-1995: The Challenges of Reform*, Banco Mundial, Washington, D.C.
- Rajapatirana, S. (1998a), "Colombia and the Andean Group: Choices and Challenges", mimeo.
- \_\_\_\_\_(1998b), "Colombian Trade Policies and the 1996 WTO Trade Policy Review", mimeo.
- \_\_\_\_\_(1999), "Venezuela: The Evolving Trade Regime and Integration Choices", mimeo.
- Rodríguez, M.; P.Correa & B. Kotschwar eds. (1998), *The Andean Community and the United States: Trade and Investment Relations in the 1990s*, Washington DC: OEA, primera edición, septiembre.
- Rodrik, D. (1994), "Developing Countries after the Uruguay Round", Centre for Economic Policy Research, Discussion Paper: 1084, diciembre.
- \_\_\_\_\_(1995), "Trade Policy and Industrial Policy Reform", en J.Behrman and T.N.Srinivasan, eds., *Handbook of Development Economics*, vol.3B, Amsterdam: North Holland.
- Secretaría de la Comunidad Andina (1999), "Bases para el perfeccionamiento del Arancel Externo Común", documento de trabajo, mimeo.
- Urrutia, M. (1983), *Gremios, política económica y democracia*. Fedesarrollo, Bogotá, Colombia.
- USTR (diversos años), *Foreign Trade Barriers*, [www.ustr.gov/reports/index.html](http://www.ustr.gov/reports/index.html).
- Williamson, J. (1993), "Democracy and the Washington Consensus", *World Development*, vol.21, No.8, pp.1329-1336.
- \_\_\_\_\_(1997), "The Washington Consensus Revisited", Institute of International Economics, en Emmerij (ed.), *Economic and Social Development into the XXI Century*, BID, Washington, D.C.



# Informes de Actualidad

# Últimos avances en la Organización Mundial de comercio desde la perspectiva colombiana

---

*Olga Lucía Lozano F.<sup>1</sup>*

## I. INTRODUCCIÓN

El presente artículo aborda, desde la perspectiva colombiana, los resultados de la reunión ministerial de la Organización Mundial de Comercio (OMC) celebrada en el mundo árabe en noviembre del 2001. Para el logro de este objetivo se hace un breve recuento del periodo comprendido entre el fracaso de Seattle y el proceso preparatorio de la Conferencia Ministerial de Doha, Qatar.

## II. LA ORGANIZACIÓN MUNDIAL DE COMERCIO (OMC)

La OMC se creó en 1995 y es la institución encargada de las negociaciones multilaterales y de la administración del mecanismo de solución de controversias entre los países miembros. La Organización tiene como órgano máximo la Conferencia Ministerial que se reúne cada dos años con el fin de for-

mular directrices sobre su agenda de trabajo. Hasta ahora ha habido cuatro reuniones ministeriales las cuales se han realizado en Singapur en 1996, en Ginebra en 1998, en Seattle en 1999 y, la última, en Doha en noviembre del 2001.

## III. DE SEATTLE A DOHA

Con posterioridad a las protestas antiglobalizantes ocurridas en Seattle con ocasión de la Tercera Conferencia Ministerial de la OMC, esta organización afrontó una grave crisis de credibilidad internacional que la sumió en una situación de virtual estancamiento. Esta circunstancia conllevaba un profundo debilitamiento del carácter negociador del sistema multilateral y trajo como consecuencia el fortalecimiento de su papel de "tribunal de conflictos en comercio internacional". Bajo este escenario, la OMC a través de las decisiones de sus paneles, empezó a percibirse más como un obstáculo para la implementación de "políticas domésticas legítimas" que como facilitador del proceso de apertura real de mercados.

A principios del 2001 este era el escenario de la Organización para la preparación de la Conferencia

---

<sup>1</sup> Ministra Consejera de la Misión de Colombia ante la OMC en Ginebra. Las opiniones expresadas en este documento, así como los errores y posibles omisiones, son responsabilidad de la autora y no comprometen a la entidad para la cual trabaja.

Ministerial de Doha. El proceso que se desarrolló fue abierto y transparente. Cada decisión adoptada dentro del proceso de preparación fue el resultado de un análisis profundo de sus posibles implicaciones, siempre teniendo presentes los factores que contribuyeron al fracaso de Seattle.

Entre 1999 y noviembre de 2001, la actividad de la OMC se concentró en el debate promovido por los países en desarrollo sobre la implementación de los Acuerdos adoptados en la Ronda Uruguay.

Este debate se fundamentaba en el resultado desbalanceado de la negociación que culminó en 1994, la cual se percibe como contraria a los intereses de los países en desarrollo. El propósito de las discusiones fue legitimar las preocupaciones de este grupo de países en la agenda de negociaciones multilaterales de comercio.

La implementación concentró gran parte de los esfuerzos realizados por los gobiernos en Ginebra en los últimos dos años. Los puntos centrales en el debate fueron la extensión de los periodos de transición<sup>2</sup> y la concreción de algunas disciplinas sobre trato especial y diferenciado. Se trataba entonces, entre otros aspectos, de mejorar la posición de los países en desarrollo a través de periodos más amplios que les permitieran conservar algunos instrumentos de política domésticos sobre los cuales se habían adquirido compromisos de desmonte, tales como subsidios a la exportación, precios mínimos oficiales y mecanismos de incorporación obligatoria de producción doméstica.

---

<sup>2</sup> Los periodos de transición se establecieron con el fin de otorgar mayores plazos a los países en desarrollo para adoptar los compromisos de la Ronda Uruguay. En los Acuerdos Multilaterales se estableció la posibilidad de ampliar estos periodos a su vencimiento y como resultado del análisis realizado por el respectivo comité.

La construcción de una agenda que conciliara los intereses de todos los países miembros resultaba un tanto compleja por la clara necesidad de la Unión Europea, y otros países, de incluir dentro de las negociaciones temas tales como medio ambiente, inversión y competencia. Frente a este planteamiento de ampliar la agenda de temas se argumentó que se excedería el alcance de la OMC.

Por otra parte, los escasos resultados en implementación y la necesidad de un pronunciamiento sobre la libertad de los países para adoptar políticas en materia de salud pública, en particular en el tema del SIDA, constituían el centro de los intereses de un importante grupo de países en desarrollo entre los que cabe mencionar a India y Brasil.

En este contexto, también cabe destacar la participación de Estados Unidos quien promovió negociaciones relativamente modestas pero con una perspectiva abierta, en el sentido de que reiteró la importancia de flexibilizar posiciones ante países que necesitaban una compleja agenda de negociaciones.

Para otros países en desarrollo como Colombia, el lanzamiento de una ronda creaba una oportunidad para mejorar el mandato de las negociaciones agrícolas y ampliar el margen de maniobra interno frente a los compromisos multilaterales. En particular, en materia de subsidios a las exportaciones y de la política de absorción de cosechas nacionales.

Para finalizar, algunos países africanos y el grupo de los países menos adelantados habían manifestado que no encontraban ningún incentivo en una agenda comprehensiva de negociaciones, teniendo en cuenta sus realidades nacionales y el escaso beneficio que les ha reportado el sistema multilateral de comercio.

En este contexto se lleva a cabo la Conferencia Ministerial, dos meses después de los atentados terroristas acaecidos el 11 de septiembre en Estados

Unidos, con sede Doha, Qatar, el corazón del mundo árabe.

#### IV. LA CONFERENCIA MINISTERIAL DE DOHA

La Conferencia Ministerial adquirió un significado estratégico dentro del contexto internacional por la preocupante situación de la economía mundial y por los efectos negativos de los ataques del 11 de septiembre. El lanzamiento de unas negociaciones comprehensivas fue percibido como la oportunidad para reiterar el compromiso del mundo con un ordenamiento internacional y en esa medida su mensaje trascendía el campo del comercio.

Se llegó así a una Conferencia con un profundo compromiso político de todos los países y en especial de Estados Unidos y la Unión Europea, en cabeza de Robert Zoellik y Pascal Lamy.

La Conferencia, que reunió representantes de alrededor de 140 países, decidió adoptar una amplia agenda para unas negociaciones que deberán culminar a finales del año 2006. Además de las directrices para la negociación, la Conferencia Ministerial adoptó decisiones en materia de implementación y se pronunció sobre la compatibilidad entre las políticas nacionales dirigidas a enfrentar crisis de salud pública y los compromisos multilaterales en materia de propiedad intelectual, con lo cual se reiteró que los países pueden afrontar crisis de salud pública como las ocasionadas por el SIDA sin vulnerar sus compromisos multilaterales.

El resultado de la reunión en Doha no se traduce en compromisos que en el inmediato futuro mejoren el acceso a los mercados. Mas bien, puede catalogarse como el producto de un ejercicio sobre lineamientos para unas negociaciones a realizarse en el mediano plazo, a través de la convergencia de intereses nacionales que parecían irreconciliables.

Además de estos factores la utilización del tiempo en las negociaciones, como elemento para construir convergencias, resultó fundamental. Ciertamente el cronograma de las negociaciones establece una cierta "secuencialidad" entre agricultura, servicios, implementación y el resto de las áreas temáticas. Al otorgar prioridad a estos temas, heredados de la Ronda Uruguay, se admite una parte importante del discurso del mundo en desarrollo que condicionaba la ampliación de la agenda a la solución de estos temas considerados prioritarios y sobre los cuales ya se habían otorgado concesiones en el marco de la mencionada ronda.

El consenso sobre un texto de Declaración fue posible por la construcción de una agenda de negociaciones y la adopción de un conjunto de decisiones que de alguna forma respondían a las preocupaciones de cada uno de los miembros de la OMC. En este sentido, el reconocimiento de la legitimidad de los intereses individuales de los diferentes países miembros propició el lanzamiento de una ronda de negociaciones en Doha. Un ejemplo de esto lo constituye la aprobación de la exención para los países africanos y del Caribe del acceso preferencial al mercado europeo, como consecuencia del Acuerdo de Asociación entre los países miembros de la Unión Europea y los estados de Africa, el Caribe y el Pacífico, conocido como Acuerdo de Cotonau<sup>3</sup>. Sin duda alguna la concesión de este "waiver" jugó

---

<sup>3</sup> El Acuerdo de Asociación UE-ACP regula el comercio entre estos dos grupos de países, así como la dimensión política de sus relaciones. En virtud de dicho acuerdo, los productos de los ACP ingresan a los países de la Unión Europea libres de aranceles y, por lo tanto, aseguran el acceso a un mercado de vital importancia para lograr una mayor integración de este grupo de países al sistema comercial mundial. Como consecuencia del debate originado por el régimen de importación de banano en la Unión Europea, la solicitud del "waiver" que tenía como finalidad garantizar su compatibilidad con el sistema multilateral se consideró durante cerca de 23 meses.



un papel protagónico para movilizar a estos países a apoyar negociaciones multilaterales comprensivas.

Ahora bien, la Declaración también reconoce de alguna forma la necesidad de otros actores de compensar los costos internos de las negociaciones, especialmente en la agricultura, a través de la inclusión de nuevas áreas de negociaciones. Las preocupaciones de quienes no apoyaban la ampliación de la agenda fueron abordadas a través de la limitación de los mandatos en temas como medio ambiente, inversión, competencia, compras estatales y facilitación del comercio. En estas negociaciones el ámbito del trabajo que se realizará se ha delimitado considerablemente y solamente hasta la Quinta Conferencia, en el 2003, se adoptarán decisiones sobre las modalidades de las negociaciones en dichas áreas.

Frente a estos resultados de la Conferencia Ministerial, la evaluación para un país como Colombia es positiva. En materia de acceso se podrán eliminar los picos arancelarios en los productos industriales, es decir que se deberán rebajar considerablemente las altas tarifas que le otorgan una protección espe-

cial a ciertos sectores, las cuales se concentran especialmente en textiles, confecciones y productos de cuero. En los bienes agrícolas, si bien el resultado ideal hubiera sido un claro mensaje sobre la eliminación de todos los subsidios a las exportaciones, el mandato y los plazos para la negociación que se aprobaron en Doha crean un escenario mejor que el que se tenía como resultado de la negociación de la Ronda Uruguay<sup>4</sup>.

En el campo de los incentivos a las exportaciones, concedidos a través de exenciones fiscales, existe la posibilidad de mantener este tipo de apoyos por siete años adicionales al periodo de transición inicial que finaliza a finales del 2002.

Bajo este escenario, el multilateralismo se sigue perfilando como un área importante de la política comercial de Colombia. Doha sólo es el principio de un proceso de negociación, que se constituye en una oportunidad para mejorar nuestro acceso a los mercados, y cuyos avances deben contribuir en la construcción de nuestra posición en las negociaciones regionales en general y, en particular, en el marco del Area de Libre Comercio de las Américas.

---

<sup>4</sup> El mandato del artículo 20 del Acuerdo de Agricultura no otorgaba ningún tipo de garantía sobre la incorporación del sector agrícola a las disciplinas multilaterales.

**FE DE ERRATAS**  
**COYUNTURA ECONÓMICA VOL XXXI No. 3-4**

**Páginas 75, 77, 99, 101 y 103**

**Nombre de la corniza inferior derecha:** reemplazar "INVERSIÓN Y RESTRICCIONES FINANCIERAS" por "CRÉDITO, LIBERALIZACIÓN FINANCIERA E INVERSIÓN".