

# COYUNTURA ECONOMICA

DICIEMBRE DE 1998

## **DIRECTOR EJECUTIVO**

Juan José Echavarría S.

## **SECRETARIA GENERAL**

María Mercedes Carrasquilla B.

## **INVESTIGADORES**

Olga Lucía Acosta N.  
María Angélica Arbeláez R.  
Ana Beatriz Barona C.  
Ricardo Correa Ll.  
Cristina Gamboa T.  
Catalina Gutiérrez S.  
Carolina Rentería R.  
Natalia Salazar F.  
Carolina Soto L.  
Sandra Zuluaga M.

## **INVESTIGADORES ASOCIADOS**

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

## **ENCUESTA DE OPINION EMPRESARIAL**

Jesús Alberto Cantillo V.  
Over Libardo Garzón C.

## **ASISTENTES DE INVESTIGACION**

Adriana González R.  
Lorena Hernández R.  
Mónica Lilian Parra T.  
Carlos Jorge Rodríguez R.  
Sonia María Sánchez R.  
Blanca Cecilia Zuluaga D.

## **DIRECTORA BIBLIOTECA**

Lucía Fenney Pérez M.

## **CONSEJO DIRECTIVO**

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

Tarifa Postal Reducida

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



**CE**

---

# **Coyuntura Económica**

**VOL. XXVIII No. 4 DICIEMBRE DE 1998**

**EDITORIA COYUNTURA ECONOMICA**  
María Angélica Arbeláez R.

**COYUNTURA ECONOMICA**

ISSN 0120-3576

Licencia del Ministerio de Gobierno No. 00374

**FEDESARROLLO**

Calle 78 No. 9 - 91

Tels. 312 53 00 - 530 37 17

A.A.: 75074

E-mail: [administrator@fedesarrollo.org.co](mailto:administrator@fedesarrollo.org.co)

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

Bogotá, D.E., Colombia

**ARTES**

Myriam Consuelo Lozano G.

Fedesarrollo

**IMPRESION**

Quebecor Impreandes

Calle 15 No. 39A-34

Santafé de Bogotá, D. C.

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

# Contenido

---

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

## **INDICADORES DE COYUNTURA**

|  |    |
|--|----|
| I. Actividad productiva                | 11 |
| II. Indicadores laborales              | 33 |
| III. Indicadores del sector externo    | 36 |
| IV. Indicadores de la situación fiscal | 49 |
| V. Situación monetaria y financiera    | 52 |
| VI. Indicadores de precios             | 58 |

## **ANALISIS COYUNTURAL**

|                     |    |
|---------------------|----|
| La economía en 1998 | 65 |
| Reforma tributaria  | 89 |

## **INFORMES DE INVESTIGACION**

|  |     |
|--|-----|
| Neutralidad monetaria en la tasa de cambio real colombiana<br><i>Andrés Felipe Arias L.</i><br><i>Martha Misas A.</i>          | 107 |
| Reglas monetarias en Colombia y Chile<br><i>Jorge Enrique Restrepo L.</i>  | 131 |
| La política económica durante la administración Samper<br><i>José Antonio Ocampo G.</i>  | 155 |
| La regulación de los fondos de pensiones en América Latina:<br>reseña y lecciones de la experiencia<br><i>Ulpiano Ayala O.</i> | 189 |

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

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



120 DICIEMBRE 1, 1997 Semana



**mazda**

El candidato electo de los colombianos

# Editorial

---

El desempeño de la economía en 1998 fue peor de lo esperado. Mientras las proyecciones de Fedesarrollo al iniciar el año apuntaban a un crecimiento del producto de 3,8% y las del Gobierno de 4,5%, las últimas estimaciones muestran que la economía sólo creció 1,7% (o incluso a una tasa inferior). De hecho, la tendencia a la recuperación que presentó la economía a partir del segundo semestre de 1997, con crecimientos de 4,4% y de 5,4% para los últimos dos trimestres de ese año, se revirtió paulatinamente en 1998. Después de crecer a una tasa de 5,7% en el primer trimestre de 1998, se presentaron los primeros signos de recesión y el producto registró una desaceleración abrupta con un aumento que apenas alcanzó 0,12% en el tercer trimestre del año. Se evidenció con esto que, dadas las críticas condiciones de desajuste macroeconómico (un déficit fiscal que se acercó a 4% del PIB y un déficit en cuenta corriente de 6,9%) y la crisis en el ámbito internacional, el dinamismo de la economía a finales de 1997 no podía ser sostenible.

Muchos factores tuvieron que ver con el comportamiento mediocre de la economía durante 1998. Desde la perspectiva doméstica, el aumento de las tasas de interés y la iliquidez del mercado, consecuencia directa del creciente déficit del Gobierno y de las fuertes presiones experimentadas en el mercado cambiario, fueron quizás los factores que más influyeron en este desempeño. En el frente externo, incidieron la caída de los precios del petróleo y del café, así como la crisis del sudeste Asiático y más recientemente de Rusia.

Si bien es cierto que estos acontecimientos no se han manifestado de manera directa sobre nuestra economía puesto que el intercambio comercial de Colombia con dichos países es muy reducido, sí lo han hecho en forma indirecta, a través de otros canales entre los cuales sobresalen la desaceleración de la economía mundial, la caída del precio internacional de algunos de nuestros principales productos de exportación, el "contagio" en los mercados inter-

nacionales de capital y las presiones devaluacionistas en Brasil, Ecuador y Venezuela.

En el frente fiscal, se continuó observando un elevado déficit que alcanzó una cifra de 3,9% del PIB para el sector público consolidado como consecuencia de un alto crecimiento del gasto y de una desaceleración en el ritmo de recaudo de impuestos. Adicionalmente, se presentaron a lo largo del año serios problemas de financiación, los cuales se vieron agravados por la restricción de recursos tanto en el mercado doméstico como en el internacional. De hecho, el Gobierno no pudo cumplir con la meta de bajar a 3,3% el déficit del Gobierno para el año, en buena parte porque los ingresos fueron inferiores a lo previsto como consecuencia del desempeño mediocre de la economía.

Por otra parte, durante todo el año se observó una fuerte contracción de los agregados monetarios, debido en parte a la contracción de la demanda por pesos ante las expectativas de devaluación. Sin embargo, la política monetaria se movió en un constante "pare y siga" con intentos recurrentes de proveer mayor liquidez a la economía con el fin de reducir los intereses.

En materia cambiaria, el mercado presenció un alza constante y permanente de la tasa de cambio (hasta el mes de diciembre se devaluó 17,5% en términos nominales frente a igual mes de 1997) como resultado de fuertes expectativas devaluacionistas. De hecho, el Banco de la República tuvo que intervenir en repetidas ocasiones para defender el límite superior de la banda cambiaria con medidas como la restricción de liquidez, el incremento de las tasas de interés y la venta de reservas internacionales.

La pérdida de reservas fue significativa (cerca de US\$1.070 millones hasta el mes de diciembre), hasta el punto que las autoridades consideraron necesario desplazar hacia arriba la banda cambiaria nueve puntos porcentuales a principios del mes de septiembre. Aunque los resultados en un principio no fueron los esperados pues las reservas internacionales continuaron cayendo y las tasas de interés aumentando, a finales del año se observó una mayor calma en el mercado cambiario y una tendencia descendente de las tasas de interés.

La tasa de desempleo de la economía mantuvo su tendencia creciente y el nivel de desocupación se ubicó en el cuarto trimestre del año en 15,7%, el segundo más elevado en los últimos 14 años (el mayor ocurrió en junio con una tasa de 15,9%). No son muy alentadoras, entonces, las perspectivas en materia de desempleo para el próximo futuro, y algunos analistas consideran que la tasa podría elevarse aún más durante el presente año. El crecimiento de la economía va a ser inusualmente bajo, y los mercados laborales se caracterizan por una marcada histéresis (pocas veces se presentan cambios abruptos en el corto plazo).

En la versión presentada por el Gobierno al Congreso del Plan de Desarrollo, el Gobierno ha propuesto un programa de emergencia que consiste en pagar como salario integral el actual salario mínimo a jóvenes menores de 24 años. El empleador recibe algunas excenciones tributarias y se compromete a brindar capacitación (e.g. en un centro de capacitación certificado como el Sena) al joven empleado. El programa salarial aplicará mientras dure la capacitación. Son propuestas aún parciales que apuntan en la dirección correcta, y que seguramente serán ampliadas cuando la Misión de Empleo entregue sus recomendaciones en unos meses.



Finalmente, la inflación continuó cediendo y se ubicó en 16,7%, ligeramente por encima de la meta de 16% fijada por el Gobierno 1998. Esta situación fue en buena parte el resultado de la política monetaria contraccionista, aunque también contribuyó la desaceleración de la economía.



En el mes de diciembre de 1998, el Senado de la República aprobó los "Bonos de Paz" y el paquete de Reforma Tributaria que entraron en vigencia el primero de enero de 1999. En cuanto la Reforma Tributaria, si bien se destacan algunos logros en materia de impuestos directos e indirectos, en la lucha contra el contrabando y la evasión y en las nuevas facultades otorgadas al Gobierno para la reestructuración de la Dian, la Ley aún tiene grandes vacíos y plantea algunas inquietudes. Además, se observa que la Reforma presentada originalmente por el Gobierno era bastante más ambiciosa que el paquete final aprobado por el Congreso, situación que en buena parte se derivó de las presiones de los parlamentarios y de algunos grupos económicos por mantener privilegios tributarios para algunos sectores económicos.

En términos generales Fedesarrollo considera que la filosofía que inspiró la reforma es correcta (el IVA como eje central de los nuevos impuestos, la necesidad de castigar el contrabando, etc) aun cuando la evaluación final deberá hacerse sobre el paquete global de gastos e impuestos (los recortes de gasto apenas comienzan a discutirse; el Congreso otorgó atribuciones especiales al Presidente para la reestructuración de la Dian pero aún son inciertos los resultados en materia de un mayor recaudo). Preocupan, sin embargo, algunos aspectos de la

actual reforma tributaria finalmente aprobada: las excepciones a IVA resultaron mucho más generales de lo que proponía el Gobierno y persiste la dispersión original de tarifas, lo cual dificultará la administración del impuesto y promoverá la corrupción.

Con el paquete final aprobado por el Congreso, el monto de los ingresos tributarios adicionales derivados de la Reforma será de \$1 billón (inferior a la cifra estimada originalmente de \$1,6 billones), a lo cual deben sumarse \$700 mil millones por concepto de la inversión forzosa en "Bonos de Paz". De acuerdo con la última versión del Plan Financiero del Gobierno (preparada por el Confis), con este nuevo paquete de reformas<sup>1</sup> el déficit consolidado del sector público será de 2,11% del PIB en 1999, y el correspondiente al Gobierno Central será de 3,35% del PIB.

Sin embargo, estas cifras podrán verse seriamente afectadas durante el año y posiblemente se incumplirán las metas del Gobierno por varias razones. En primer lugar, los ingresos tributarios serán menores a la cifra proyectada por el Gobierno, ya que para las proyecciones se supuso un crecimiento del PIB de 2% (frente a 1%-1,4% proyectado por Fedesarrollo). En segundo lugar, algunas de las cifras estimadas por el Gobierno, como por ejemplo el mayor recaudo por concepto de la mejor gestión de la Dian (cerca de \$350 mil millones), son cifras aún

---

<sup>1</sup> Además de la Reforma Tributaria y de los Bonos de Paz, esta cifra de 2,11% del PIB de déficit resulta de los ajustes adicionales por un valor de \$2,3 billones a través del Decreto 001 del 2 de enero de 1999 y de \$2,5 billones adicionales por concepto de la Emergencia Económica.

bastante inciertas. Finalmente, el apoyo del Gobierno al Eje Cafetero a raíz del terremoto, hasta ahora ha implicado una adición presupuestal de

\$542 mil millones, 0,4% del PIB. De no realizarse un recorte en otros pagos, el déficit podría acercarse a 2,5% del PIB.

# Indicadores de Coyuntura

# EL CAFÉ ES BUENO PARA TODOS

<http://www.cafedecolombia.com>



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

TORO

## EL CAFÉ



**Despierta  
tu energía**

### Pasos Para Preparar En Casa Un Café Frío



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



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

# I. Indicadores de la actividad productiva

## CRECIMIENTO DEL PIB

◆ La tendencia a la recuperación que se registró en la economía colombiana en el segundo semestre de 1997 que permitió que el producto aumentara 3,06% en el año, se revirtió en 1998. Durante este año la economía se desaceleró y se espera un crecimiento de apenas 1,7% según proyecciones de Fedesarrollo y de 1,8% según las estimaciones realizadas por el Gobierno Nacional.

◆ El desajuste de variables internas como el aumento de las tasas de interés y los problemas de liquidez en el mercado monetario, resultado en buena medida del creciente déficit del Gobierno y de las fuertes presiones experimentadas en el mercado cambiario a lo largo del año, así como las dificultades registradas en el plano internacional destacándose los efectos de las crisis asiática y rusa y la caída en los precios del café y del petróleo, fueron los factores que más afectaron el crecimiento de la economía durante 1998.

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

|                                  | 1997<br>Dane | Ene-sep 1998<br>Dane | Proyección 1998 |              |
|----------------------------------|--------------|----------------------|-----------------|--------------|
|                                  |              |                      | Oficial         | Fedesarrollo |
| <b>Sector agrícola</b>           | -0,7         | -0,2                 | 1,5             | 3,1          |
| Café pergamino                   | -4,4         | -                    | 19,6            | 16,9         |
| Resto de la agricultura          | -0,3         | -                    | -0,2            | 0,1          |
| <b>Minería</b>                   | 4,4          | 15,2                 | 8,6             | 12,4         |
| Petróleo                         | -            | -                    | -               | 15,6         |
| Gas natural                      | -            | -                    | -               | 2,7          |
| Carbón                           | -            | -                    | -               | 9,6          |
| Resto de la minería              | -            | -                    | -               | 3,3          |
| <b>Industria</b>                 | 2,6          | 2,8                  | 1,3             | 2,2          |
| Café elaborado                   | 0,0          | -                    | -1,4            | -3,2         |
| Industria sin trilla             | 2,8          | -                    | 1,6             | 2,4          |
| <b>Construcción</b>              | -0,2         | 9,6                  | -7,3            | -8,0         |
| <b>Servicios</b>                 | -            | -                    | 0,9             | 2,0          |
| Comercio, restaurantes y hoteles | 3,1          | 4,4                  | 1,7             | 1,6          |
| Transporte y almacenamiento      | 5,5          | 4,4                  | 3,2             | 3,5          |
| Resto de servicios modernos      | 3,5          | -1,9                 | -2,2            | -0,7         |
| Servicios personales             | 3,2          | -1,9                 | 3,2             | 3,6          |
| Servicios domésticos             | 2,4          | -                    | 2,1             | 3,2          |
| Alquiler de vivienda             | 2,9          | -                    | 2,0             | 3,0          |
| Servicios del gobierno           | 4,6          | -                    | 2,3             | 2,3          |
| <b>PIB total</b>                 | 3,1          | 2,5                  | 1,8             | 1,7          |

Fuente: Dane, Departamento Nacional de Planeación y Fedesarrollo.

- ◆ Después de registrar una tasa de crecimiento aceptable de 5,69% durante el primer trimestre del año, en el segundo trimestre la economía empezó a perder dinamismo al registrar un crecimiento de 1,97% frente al período abril-junio de 1997. Esta situación se deterioró, al punto de presentarse un aumento de tan sólo 0,12% en el tercer trimestre. Las ramas de la actividad económica que más contribuyeron a esta disminución en el ritmo de crecimiento del PIB fueron la construcción, los servicios bancarios y de intermediación financiera, la industria manufacturera sin trilla de café y el sector agropecuario. Sin embargo, el desempeño de la minería, de la producción de café pergamino y de los servicios comunales y sociales, evitó una mayor caída en la actividad económica del país.
- ◆ Al descomponer el 2,46% de crecimiento del PIB durante los primeros nueve meses del año según las grandes ramas de la actividad económica, se destaca el sector de la explotación de minas y canteras por su dinamismo (15,2%), seguido por los servicios de transporte, almacenamiento y comunicaciones (4,4%), comercio, restaurantes y hoteles (4,4%) y el total de la actividad industrial (2,8%). En contraste, el mayor descenso en el ritmo de actividad se registró en la construcción (-9,6%) y en los servicios prestados por los establecimientos financieros (-1,9%).
- ◆ La información más reciente al tercer trimestre de 1998 muestra que el valor agregado del sector agropecuario se incrementó en 1,97% frente al mismo período de 1997, en buena parte como resultado del aumento de 19,59% en la producción de café y del comportamiento positivo de algunos de los cultivos transitorios de la agricultura, entre los que se destacan la producción de maíz, trigo, cebada, papa, frijol y algunas hortalizas.
- ◆ Por otra parte, el valor agregado de la producción pecuaria creció 1,38% entre julio y septiembre de 1998 frente al tercer trimestre del año anterior, resultado del aumento cercano al 11% en la producción de aves de corral y de 8,77% en la de leche. Sin embargo, la caída de 18,42% en la producción de ganado porcino, dificultó un mejor desempeño de la actividad pecuaria. Por su parte, la silvicultura y la pesca vieron reducida su producción en 1,72% y 5,05%, respectivamente durante el mismo período.
- ◆ En el acumulado de los primeros nueve meses de 1998, la actividad agrícola disminuyó en 0,2% el valor de su producción en comparación con el período enero-septiembre de 1997, cifra que se ubica 0,5 puntos porcentuales por encima de la disminución registrada para el total de 1997 (-0,7%), debido a que las mejores condiciones climáticas facilitaron un mayor nivel de producción cafetera.
- ◆ Por su parte, la minería creció 22,69% durante el tercer trimestre del año. Esto obedeció al desempeño alcanzado por la producción de petróleo cuyo aumento fue de 26,76% frente al tercer trimestre del año anterior. Se destaca también el crecimiento de 25,27% en la producción de hulla, lignito y turba, y el aumento de 8,56% en el grupo de otros productos minerales formado por la producción de hierro, esmeraldas, oro, plata y platino.
- ◆ En contraste, la producción de gas que venía aumentando en los trimestres anteriores a tasas de 6,7%, 4,0% y 11,4% para el tercer y cuarto trimestres de 1997 y el primero de 1998, se desaceleró a partir del segundo trimestre de 1998 hasta llegar a una tasa negativa de crecimiento de 17,72% durante el tercer trimestre.



- ◆ A pesar de los diferentes comportamientos de las actividades que componen la producción minera, este sector de la economía fue el más dinámico en el transcurso de los primeros nueve meses de 1998 con un crecimiento de 15,2%.
- ◆ En el tercer trimestre del año, el ritmo de actividad de la industria manufacturera cambió de tendencia al reducirse el valor agregado en 3,23 puntos porcentuales frente al mismo período de 1997. Sin embargo, este comportamiento no logró neutralizar el dinamismo que se registró desde mediados de 1997 hasta el primer trimestre de 1998. En consecuencia, se presentó un aumento de 2,8% en la actividad industrial para los primeros nueve meses del año.
- ◆ Por otra parte, el deterioro en el valor agregado de la construcción ha sido evidente desde el último trimestre de 1997, en respuesta a la disminución tanto en la construcción de edificaciones como en obras civiles. En efecto, estos indicadores cayeron 25,20% y 9,73%, respectivamente, entre julio y septiembre de 1998 frente al tercer trimestre de 1997. En el acumulado hasta el mes de septiembre, la actividad constructora registró un descenso cercano al 10% frente al mismo período de 1997 en respuesta al deterioro de la mayoría de sus indicadores: área iniciada, área culminada, obras en proceso, licencias aprobadas, despachos de cemento gris y empleo en el sector.
- ◆ Para el año completo, Fedesarrollo estima que el sector más sobresaliente en el crecimiento de 1998 fue la minería con un incremento de 12,4%, como consecuencia del aumento en la producción de petróleo (15,6%) y de carbón (9,6%). En el caso del petróleo, las estimaciones de crecimiento se redujeron cerca de once puntos porcentuales respecto de los cálculos realizados al comenzar el año, en razón a los problemas técnicos que impidieron que los pozos de Cupiagua entraran en funcionamiento al inicio del año, a la ola de atentados contra los oleoductos y a la caída en los precios internacionales del crudo.
- ◆ Se estima, además, que el segundo mejor crecimiento después de la minería correspondió al sector agropecuario. Fedesarrollo prevé que esta actividad aumentó 3,1% en 1998, especialmente como resultado de la mayor producción de café pergamino que alcanzó una tasa de crecimiento de 16,9% frente al año anterior. Esta cifra resulta significativa si se le compara con la caída de 0,7% registrada en 1997, cuando el sector agrícola en su conjunto estuvo muy afectado por los efectos climáticos del Fenómeno del Pacífico.
- ◆ Por su parte, se estima que la industria manufacturera creció 2,2% frente a 1997, en respuesta al aumento para el segundo semestre del año en la industria sin la trilla de café, situación que arroja un crecimiento de 2,4 puntos porcentuales en esta actividad al finalizar 1998.
- ◆ El sector de los servicios, aunque con un ritmo inferior al registrado en años anteriores -debido especialmente al descenso en el valor agregado de los servicios financieros como consecuencia de las altas tasas de interés y las dificultades de liquidez monetaria en lo corrido del año-, alcanzó un incremento de 2,0% frente a 1997. Al interior de este sector, se destaca el aumento de los servicios personales (3,6%), el transporte, almacenamiento y comunicaciones (3,5%) y los servicios domésticos (3,2%).
- ◆ La actividad constructora fue la de menor crecimiento. En efecto, se espera que el valor agregado de la construcción haya disminuido 8,0%, debido a los grandes inconvenientes por los que ha atravesado esta actividad a lo largo del año y que

están relacionados especialmente con las altas tasas de interés y con la escasez de liquidez.

- ◆ Las proyecciones del Gobierno para 1998 también registran el deterioro en el ritmo de actividad económica del país, situación que se refleja en un crecimiento esperado de tan sólo 1,8%. Se estima que el dinamismo de la minería (8,6%) evitó un mayor descenso en el crecimiento total de la economía. También se espera un aumento considerable de 1,5% en la agricultura y de 1,3% en la actividad de la industria manufacturera. En contraste, se prevé que la construcción aumentó su descenso en 7,1 puntos porcentuales respecto de los resultados alcanzados en 1997.
- ◆ Por el lado de la demanda, la economía colombiana estuvo movida por el efecto acumulado de la inversión privada hasta el primer semestre del

año al alcanzar un aumento de 26% frente al mismo período de 1997. Esta situación produjo un crecimiento en la inversión total de 15,8% para los primeros seis meses del año. Sin embargo, entre julio y septiembre la inversión se deterioró dramáticamente al registrar una caída de 8,86% respecto del tercer trimestre de 1997. En conjunto, la inversión en la economía colombiana se incrementó en 7,90% y el consumo final lo hizo en 1,58% durante los primeros nueve meses de 1998. En consecuencia, la demanda interna aumentó 2,92%.

- ◆ En lo corrido del año hasta el mes de septiembre, las exportaciones también determinaron el ritmo de actividad económica del país. En efecto, éstas aumentaron 8,07% frente al acumulado para los primeros nueve meses de 1997 y, sumado al crecimiento de la demanda interna, la demanda final

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

|                                 | 1997<br>Dane | Ene-sep 1998<br>Dane | Proyección 1998 |              |
|---------------------------------|--------------|----------------------|-----------------|--------------|
|                                 |              |                      | Oficial         | Fedesarrollo |
| <b>PIB</b>                      | 3,1          | 2,5                  | 1,8             | 1,7          |
| <b>Consumo total</b>            | 4,1          | 1,6                  | 0,9             | 0,9          |
| Consumo privado                 | 4,0          | 1,6                  | 1,1             | 0,6          |
| Consumo público                 | 4,7          | 1,6                  | 0,2             | 2,3          |
| <b>Inversión total</b>          | 3,5          | 7,9                  | -0,1            | -5,8         |
| Formación bruta de capital fijo | 3,8          | -                    | -11,9           | -12,8        |
| Inversión privada               | 2,4          | -                    | -1,4            | -2,9         |
| Inversión pública               | 5,0          | -                    | -20,6           | -20,0        |
| Variación de existencias        | 3,0          | -                    | 21,0            | 19,7         |
| <b>Demanda interna</b>          | 3,9          | 2,9                  | 0,7             | -0,9         |
| <b>Exportaciones</b>            | 8,1          | 8,1                  | 8,6             | 9,6          |
| <b>Importaciones</b>            | 9,6          | 8,5                  | 3,1             | -2,8         |

Fuente: Dane, Departamento Nacional de Planeación y Fedesarrollo.

aumentó 3,6% durante este período. Por su parte, las importaciones totales registraron una variación positiva de 8,51% entre enero y septiembre.

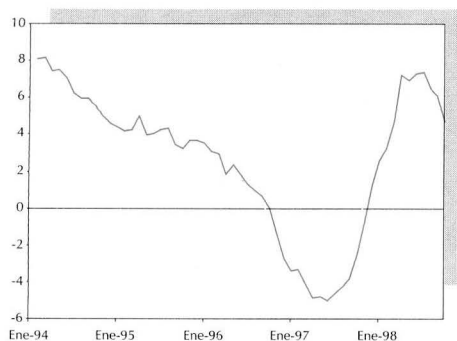
- ◆ Para el año completo de 1998, Fedesarrollo estima que el crecimiento de la economía estuvo liderado por el dinamismo de las exportaciones (9,6%), especialmente por las ventas de petróleo y carbón y, en menor medida, por el consumo final (0,9%). En contraste, el mayor descenso en el ritmo de crecimiento se presentó en la inversión total (-5,8%), la cual estuvo directamente afectada por las altas tasas de interés y por las restricciones crediticias. En segundo lugar se ubica la reducción de las importaciones con una variación negativa de 2,8 frente a 1997, resultado de la disminución en la compra de bienes de capital y bienes de consumo, como consecuencia tanto de la desaceleración de la economía como del aumento de la devaluación del peso. En consecuencia, y en respuesta a las múltiples dificultades monetarias y laborales del país, la demanda interna cayó 0,9%, tasa inferior en 4,8 puntos porcentuales a la registrada en 1997 cuando creció a un ritmo cercano al 4,0%.

- ◆ Las proyecciones del Gobierno también tienen previsto una caída en la inversión total de 0,1% producto del deterioro en la inversión pública en 20,6%, y en la inversión privada de 1,4%. Esta situación contrasta con el aumento esperado de 8,6% en las exportaciones totales, muy asociado al sector de la minería. Se prevé además que el consumo privado haya aumentado 0,9%. Según sus proyecciones, la demanda interna registró un crecimiento de 0,7% durante 1998.

## ACTIVIDAD INDUSTRIAL

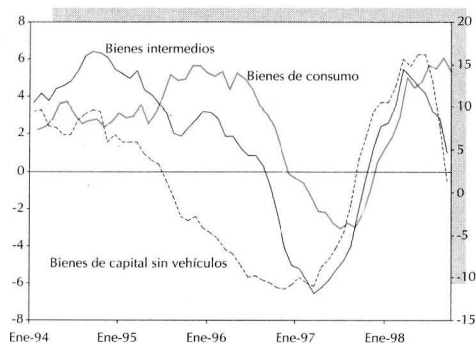
- ◆ Entre julio y septiembre de 1998, el valor agregado de la industria manufacturera que venía creciendo a un ritmo sostenido, cambió de tendencia. En efecto, la actividad industrial se redujo en cerca de tres puntos porcentuales frente al aumento registrado durante el segundo trimestre del año. La producción de tabaco, tejidos de punto o ganchillo, prendas de vestir, derivados del petróleo, cuero y sus productos fueron las actividades industriales que presentaron una variación positiva en su producción respecto del segundo trimestre del año.

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



Fuente: Muestra Mensual Manufacturera del Dane.

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



Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo.

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

| Sectores                           | Producción | Empleo |
|------------------------------------|------------|--------|
| Vestuario                          | 48,4       | 20,3   |
| Papel                              | 13,8       | -4,3   |
| Barro, loza y porcelana            | 7,5        | -8,1   |
| Equipo y material de transporte    | 6,9        | 5,6    |
| Metales no ferrosos                | 5,2        | -4,5   |
| Equipo profesional y científico    | 4,8        | 2,3    |
| Tabaco                             | 4,7        | -3,6   |
| Imprentas y editoriales            | 4,5        | -6,0   |
| Alimentos (sin trilla)             | 3,8        | -4,6   |
| Otros productos químicos           | 3,1        | -1,6   |
| Plásticos                          | 2,6        | -1,4   |
| Bebidas                            | 2,2        | 0,2    |
| Textiles                           | 1,3        | -2,1   |
| Cuero, pieles, excepto calzado     | -0,3       | -8,8   |
| Calzado                            | -1,4       | -1,9   |
| Muebles de madera                  | -3,6       | -8,4   |
| Maquinaria, aparatos eléctricos    | -4,1       | -17,5  |
| Químicos                           | -4,5       | -8,5   |
| Petróleo                           | -4,6       | -2,0   |
| Prod. metálicos excepto maquinaria | -4,6       | -3,0   |
| Maquinaria excepto la eléctrica    | -4,7       | -8,6   |
| Industria de madera                | -4,8       | -11,1  |
| Productos minerales no metálicos   | -4,8       | -2,4   |
| Hierro y acero                     | -6,4       | -4,8   |
| Otros derivados del petróleo       | -8,6       | -3,8   |
| Vidrio                             | -9,5       | -2,9   |
| Caucho                             | -10,3      | -12,0  |
| Industrias diversas                | -11,6      | -9,9   |
| Total                              | 2,2        | -2,2   |
| Trilla de café                     | -0,8       | 18,8   |
| Total excepto trilla               | 2,4        | -2,3   |

Fuente: Muestra Mensual Manufacturera del Dane.

◆ En contraste, los grupos de productos que registraron caídas en sus niveles de producción durante este mismo período fueron equipo y material de transporte, maquinaria y suministros eléctricos, vidrio y sus productos, hilados e hilos, productos de papel y productos de madera.

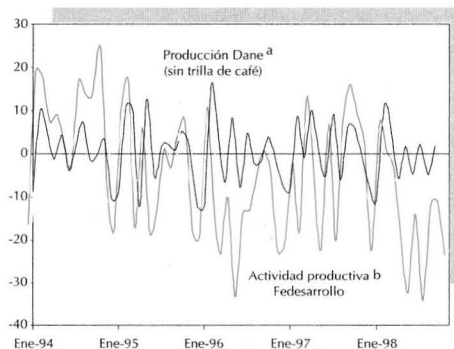
◆ De acuerdo con los resultados de la Muestra Mensual Manufacturera al mes de septiembre,

los indicadores de producción y de ventas de la actividad industrial del país registraron aumentos significativos en comparación con el acumulado para los primeros nueve meses de 1997. Por su parte, la productividad laboral creció, pero a menores ritmos que en meses anteriores.

◆ Aunque en el mes de septiembre la producción real industrial sin trilla de café disminuyó 7,53% frente al mismo mes del año anterior y, si ésta se incluye, la variación negativa se ubicó en 6,33%. Para el período acumulado enero- septiembre, el incremento del total de la actividad industrial fue de 2,17%, cifra superior en 2,6 puntos porcentuales a la variación registrada en igual período de 1997. En el acumulado de los últimos doce meses, el crecimiento sin trilla de café se ubicó en 4,67% y en 4,22% incluyendo esta actividad.

◆ Entre enero y septiembre, 21 sectores del total que conforman la muestra presentaron resultados

**Gráfico 2A. ACTIVIDAD PRODUCTIVA DEL SECTOR INDUSTRIAL Ene 1994 - nov 1998**



<sup>a</sup> Tasa de crecimiento mensual del índice de producción. Datos hasta septiembre de 1998.

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

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo y Dane.

superiores a los de hace un año. Sobresale el sector de vestuario con un incremento de 48,4% en su nivel de actividad, en respuesta a las expectativas de consumo para el final de año. Igualmente, se destacó el crecimiento de 13,8% en la industria del papel y sus productos, y el aumento de 7,5% en la industria de artículos de barro, loza y porcelana, resultado de las estrategias de promoción para aumentar las ventas de materiales para la remodelación de edificaciones.

- ◆ Las mayores contribuciones sectoriales a la variación del total de la producción fueron realizadas por los alimentos sin trilla de café, confecciones, equipo y material de transporte, papel y sus productos, textiles, bebidas y otros productos químicos. Estas agrupaciones industriales aportaron en conjunto 3,75 puntos porcentuales a la variación del índice sin trilla de café, situación que contrasta con 1,02 puntos negativos de aporte en los primeros nueve meses de 1997.
- ◆ Se destacan igualmente las agrupaciones industriales de productos de caucho, otros productos minerales no metálicos y calzado, por su tendencia a la recuperación frente a los niveles de producción alcanzados en el año anterior.
- ◆ Sin embargo, no se puede desconocer el hecho de que el 54% del total de sectores que componen la muestra manufacturera registraron disminuciones en sus niveles de actividad productiva. El mayor descenso se presentó en el caso de las industrias diversas con una caída del 11,6%, seguido por la industria del caucho (10,3%), vidrio (9,5%) y otros derivados del petróleo (8,6%).
- ◆ A pesar de las adversidades económicas del presente año, las ventas realizadas por la industria manufacturera superaron en 0,06% a las del mismo período de 1997. De los trece sectores

con crecimientos en la producción, siete presentaron aumentos en sus niveles de ventas, que van desde 0,07% en el caso de los productos químicos hasta 45,21% en el sector de las confecciones. Del conjunto de agrupaciones con crecimientos negativos en su producción, sólo la industria de cuero y sus productos registró un aumento en su nivel de ventas.

- ◆ En lo corrido del año hasta el mes de septiembre, el empleo de la industria manufacturera sin trilla de café registró un crecimiento negativo de 2,32% que se ubica en mejor posición frente al observado en igual período del año anterior, cuando alcanzó una variación negativa cercana al 6%. Al incluir la industria dedicada a la trilla de café, la disminución en el ritmo de contratación laboral se ubicó en 2,2%.
- ◆ La menor reducción frente al año anterior se explica especialmente por el aumento en la contratación de obreros, que aunque siguió siendo negativa (-1,81%), estuvo cerca de seis puntos porcentuales por encima de los niveles alcanzados en 1997 (-7,43%). Al interior del grupo de obreros, sobresalió la variación positiva de 0,96% en el empleo de obreros temporales, en contraste con la disminución de 4,55% observada en el año anterior.
- ◆ Por su parte, se presentó un deterioro en la contratación de empleados, que pasó de -2,90% para los primeros nueve meses de 1997 a -3,27% en igual período del presente año, como consecuencia del descenso en el nivel del empleo temporal que pasó de 4,23% en 1997 a -6,14% en el presente año.
- ◆ Consecuentemente con los resultados en términos de crecimiento laboral para empleados y obreros, la mayor contribución a la variación del índice

de empleo industrial fue realizada por los obreros debido al aumento en la contratación temporal.

- ◆ Entre enero y septiembre las agrupaciones industriales de confecciones, equipo y material de transporte, equipo profesional y científico y bebidas registraron aumentos en sus niveles de contratación, con crecimientos de 20,29%, 5,58%, 2,3% y 0,19%, respectivamente.
- ◆ No obstante, 14 sectores presentaron tasas aún más negativas que las observadas en los primeros nueve meses de 1997. Se destacó el nivel de contratación en la industria de maquinaria y aparatos eléctricos con una caída de 17,55%, la industria de madera con un descenso de 11,12% en su nivel de contratación, seguido por otras industrias (-9,88%), cuero y sus productos (-8,77%), sustancias químicas (-8,51%), objetos de barro, loza y porcelana (-8,11%), imprentas, editoriales y conexas (-6,0%), industrias básicas de hierro y acero (-4,8%), alimentos sin trilla (-4,59%) y papel y sus productos (-4,26%). En conjunto, estas agrupaciones contribuyeron negativamente con 2,58 puntos porcentuales a la variación acumulada en lo corrido del año hasta septiembre, en tanto que en igual período del año anterior su contribución, también negativa, fue de 1,26 puntos porcentuales.
- ◆ Las industrias dedicadas a la producción de plásticos, químicos, productos minerales no metálicos, vidrio y sus productos, productos metálicos excepto maquinaria, industrias básicas de metales no ferrosos, muebles de madera, maquinaria no eléctrica y productos de caucho, redujeron su contribución negativa a la variación del empleo en 2,1 puntos porcentuales frente a 1997.
- ◆ Por otra parte, en lo que respecta a la productividad laboral industrial exceptuando la trilla de

café, es importante mencionar que ésta aumentó 4,77% respecto del acumulado para los nueve meses de 1997.

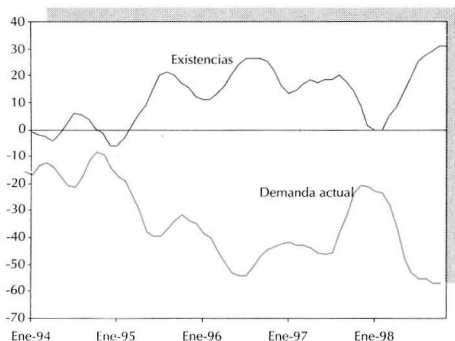
- ◆ Sobresale la productividad superior al 15% alcanzada por las confecciones, papel y sus productos, maquinaria y aparatos eléctricos y objetos de barro, loza y porcelana. Adicionalmente, diecisiete agrupaciones presentaron variaciones positivas en su productividad, en un rango que osciló entre 0,58% y 11,75%. En contraste, los sectores de vidrio y sus productos, otros derivados del petróleo y del carbón, derivados del petróleo, otros productos minerales no metálicos, otras industrias manufactureras, industrias básicas del hierro y acero y productos metálicos excepto maquinaria, presentaron reducciones en los niveles de productividad.
- ◆ Por su parte, el salario real promedio pagado por la industria manufacturera en lo corrido del año hasta el noveno mes, se ubicó 0,33% por encima del registrado en 1997, resultado del incremento cercano al 2% para los empleados y la reducción de 1% en el salario real de los obreros.
- ◆ El mayor crecimiento en el nivel de salarios reales se presentó en las actividades industriales dedicadas a la producción de derivados del petróleo (10,25%), equipo y material de transporte (6,36%), otros derivados del petróleo y del carbón (4,70%), objetos de barro, loza y porcelana (3,91%), sustancias químicas industriales (3,0%) y las industrias básicas de metales no ferrosos (2,49%).
- ◆ Los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo al mes de noviembre de 1998, registran nuevamente un descenso en la actividad productiva de la industria manufacturera. Las señales de recuperación del sector



son nulas como resultado del estancamiento de sus principales indicadores: no mejora la situación económica de los empresarios, las ventas de los productos del sector no se reactivan y, en consecuencia, aumentan los inventarios. Adicionalmente, son muy bajas las expectativas sobre los incrementos en la producción para los próximos meses.

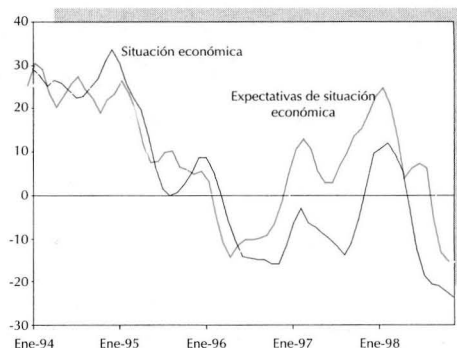
- ◆ Solamente el 12% de los empresarios encuestados consideró que su situación económica actual es buena, en contraste con el 51% que no estimó cambio alguno en su situación. Por su parte, el 37% se encontró en condiciones más desfavorables frente a los meses anteriores. Este comportamiento se generaliza para empresas medianas, grandes y exportadoras.
- ◆ Una explicación de la fuerte desaceleración de la actividad económica de los empresarios encuestados es el bajo nivel de los pedidos para los bienes manufacturados, como resultado de la caída en la demanda interna. En consecuencia, se redujo nuevamente el nivel de la actividad productiva y aumentó la existencia de productos en inventarios.

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

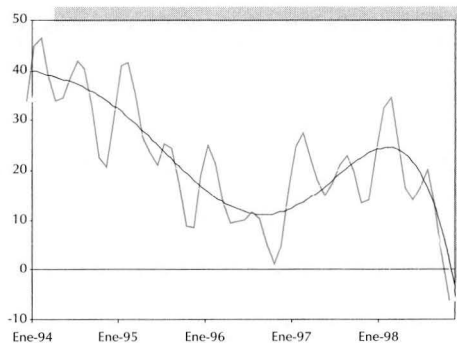


Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

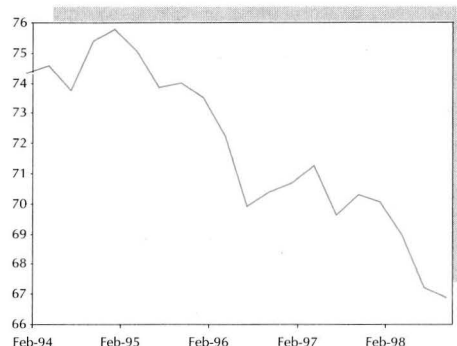
**Gráfico 2C. EXPECTATIVAS Y SITUACION ECONOMICA (Balances suavizados) Febrero 1994 - noviembre 1998**



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

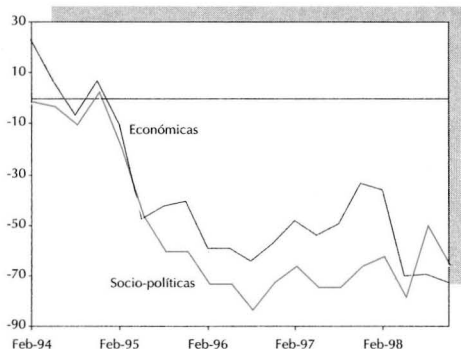


**Gráfico 2E. UTILIZACION DE LA CAPACIDAD INSTALADA DEL SECTOR INDUSTRIAL Enero 1994 - noviembre 1998**



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

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



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fe-desarrollo.

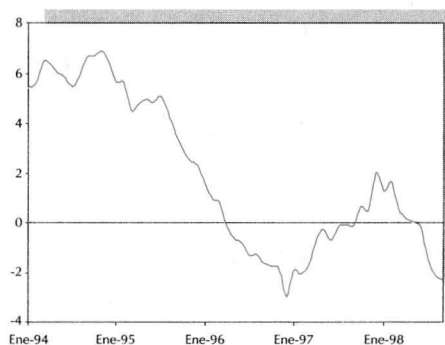
- ◆ Sorprende la gran disminución en las expectativas de producción que tienen los empresarios para el próximo trimestre. En efecto, sólo el 16% de los encuestados considera que aumentará su producción, el 57% piensa que ésta continuará igual y el 26% espera reducciones.
- ◆ Consecuentemente con estos indicadores, los empresarios presentan expectativas pesimistas frente al comportamiento de la actividad industrial en el transcurso de los próximos seis meses. El 16% cree que será más favorable respecto de la situación actual, el 56% considera que todo seguirá igual, y el 28% restante estima que su situación va a empeorar.
- ◆ Como resultado de las dificultades por la que atraviesa el sector, especialmente la reducción en la actividad productiva y el aumento de existencias, los empresarios industriales han reducido el nivel de utilización de la capacidad instalada en sus respectivas empresas. En el mes de noviembre este indicador se ubicó en 66,2%, es decir, cerca de siete puntos porcentuales por debajo del nivel utilizado en el mismo mes de 1997.

- ◆ En el período transcurrido entre los meses de mayo y noviembre los empresarios encuestados consideran que las condiciones económicas para la inversión no han registrado grandes mejorías y, por el contrario, se observan los niveles más bajos de la presente década. Por su parte, las condiciones sociopolíticas para la inversión guardan la misma tendencia, y entre agosto y noviembre cayeron nuevamente debido a la incertidumbre en torno al inicio del proceso de paz en el país.

## ACTIVIDAD COMERCIAL

- ◆ En el tercer trimestre del año, esta rama de la actividad económica presentó una disminución de 0,58% en su valor agregado frente al período julio-septiembre de 1997, producto de la disminución en la demanda interna.
- ◆ Los resultados de la Muestra Mensual del Comercio Minorista del Dane al mes de septiembre, muestran una reducción de 6,21% en el valor de las ventas sin incluir combustibles frente mismo mes de 1997. Adicionalmente, si se excluyen las

**Gráfico 4. INDICE DE VENTAS DEL COMERCIO** (Crecimiento anual acumulado)  
Enero 1994 - septiembre 1998



Fuente: Muestra Mensual del Comercio al por Menor del Dane.

**Cuadro 4. COMERCIO MINORISTA POR SECTORES**  
(Crecimiento año corrido)

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

Fuente: Dane.

ventas de vehículos, la disminución del índice se ubicó en 4,41%.

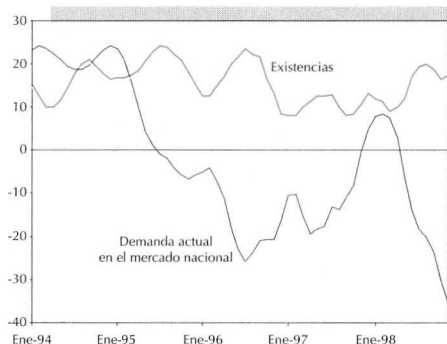
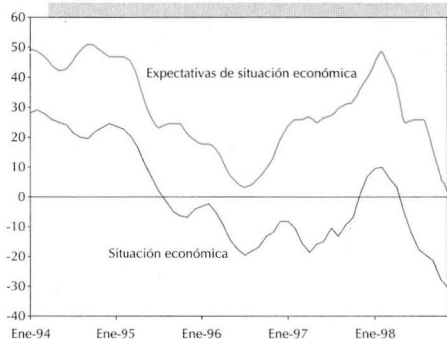
- ◆ En el noveno mes del año las ventas de las ferreterías, vehículos y repuestos, otros artículos, cacharrerías, farmacias, vestuario y calzado y, alimentos, bebidas y tabaco, registraron variaciones negativas que oscilan entre -3,59% y -26,14%, en comparación con el mes de agosto. En conjunto, estas agrupaciones contribuyeron con 7,24 puntos negativos a la variación total del sector del comercio minorista.
- ◆ Se destaca el dinamismo en las ventas de muebles y electrodomésticos al pasar de 4,71% en agosto a 14,54% durante el mes de septiembre.
- ◆ En el acumulado de los primeros nueve meses de 1998 las ventas del comercio minorista sin incluir combustibles disminuyeron 4,56%, y si se excluyen los vehículos, la variación negativa fue de 4,09%. Esta tendencia descendente se

explica por el comportamiento registrado en las ventas de alimentos, bebidas y tabaco (-7,0%), vehículos y repuestos (-8,5%), ferreterías (-8,2%), otros artículos (-6,1%) y farmacias (-4,0%), que en conjunto aportaron 5,08 puntos porcentuales negativos a la variación total del sector, frente a una contribución también negativa, pero inferior, de 1,78 puntos en igual período de 1997.

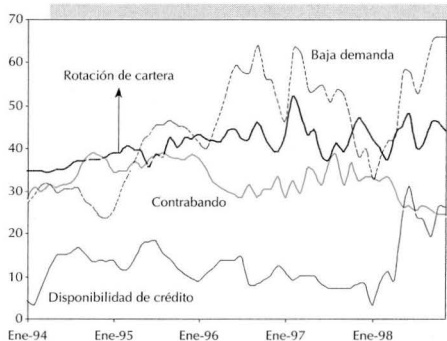
- ◆ En lo corrido del año hasta el mes de septiembre, se destaca el comportamiento positivo de 7,7% de las ventas de muebles y electrodomésticos, aunque esta cifra representa cerca del 50% de las ventas efectuadas en igual período del año anterior cuando su incremento fue de 15%.
- ◆ Por su parte, las ventas de gasolina en el territorio nacional registradas por Ecopetrol hasta el mes de septiembre disminuyeron 0,21%. En este mismo período se distribuyó el 63% del total de la gasolina en Santafé de Bogotá, Antioquia, Valle, Cundinamarca y Santander.

- ◆ Durante el mes de septiembre disminuyó en 4,73% el número de personas vinculadas al comercio minorista en comparación con el mes de septiembre de 1997, y en lo corrido del presente año, esta disminución ha sido en promedio de 2,54% y de 3,28% en los últimos doce meses.
- ◆ Como resultado del descenso en el nivel de empleo, el monto total de sueldos y prestaciones pagadas por el comercio minorista disminuyó 7,20% en lo corrido del año hasta septiembre. Igualmente, se redujo en cerca de 5% la remuneración real por persona ocupada.
- ◆ Los resultados de la encuesta de opinión de Fedesarrollo y Fenalco al mes de noviembre, mostraron la peor situación económica de la década para los comerciantes encuestados. Este resultado se debió principalmente a la falta de reactivación de la demanda interna. En efecto, el 66% de los empresarios encuestados, estimó que ese fue el principal factor que afectó la actividad comercial en el país.
- ◆ Cerca del 40% de los encuestados consideró que su nivel de existencias sigue aumentando, frente al 19% que estimó una reducción en este indicador. El 49% vio reducido su nivel de ventas respecto del mes de octubre, y el 35% consideró una situación sin cambio alguno. Posiblemente como respuesta a la desaceleración de esta actividad económica, sumado a las dificultades de liquidez en el mercado, estos empresarios han decidido disminuir su inversión para evitar un mayor aumento en el stock de mercancías en las bodegas.
- ◆ Los empresarios identificaron la baja demanda y las dificultades para acceder a los créditos a bajos costos, como los problemas más importantes que actualmente tiene que superar el comercio en el país. En menor medida, la rotación de car-

**Gráfico 5. INDICADORES DE OPINION SOBRE LA ACTIVIDAD COMERCIAL (Balances suavizados) Enero 1994 - noviembre 1998**



#### PROBLEMAS



Fuente: Encuesta de Comercio de Fedesarrollo y Fenalco.

tera y el control al contrabando se constituyen en elementos restrictivos para el desarrollo de la actividad, unido a los altos costos financieros de los créditos de los proveedores, las ventas ambulantes y las ventas directas de fábrica.

- ◆ Consecuentemente con estos indicadores, los comerciantes estiman que su situación económica para el próximo semestre seguirá disminuyendo. Solamente el 23% de ellos prevé una mejor situación.

## ACTIVIDAD CONSTRUCTORA

- ◆ El valor agregado de la construcción hasta el tercer trimestre de 1998 disminuyó 9,57% frente al período enero-septiembre de 1997, como resultado del deterioro de la mayoría de los indicadores de este sector, especialmente a partir del inicio del segundo trimestre del año. En efecto, el Censo de Obras para el tercer trimestre, registró un descenso de 66,9% en el área iniciada, al pasar de 1.071.659 m<sup>2</sup> en entre abril y junio a 354.668 m<sup>2</sup> en el período julio-septiembre. Igualmente se redujeron en 14,3% las obras en proceso de construcción y el área culminada disminuyó 30,11% frente al segundo trimestre.
- ◆ Los resultados de la actividad constructora son un reflejo de la desaceleración de la economía en los últimos años, situación que también ha contribuido al aumento del desempleo en el país. En 1998 la construcción se vio muy golpeada por las elevadas tasas de interés y por la poca disponibilidad de créditos.
- ◆ Al interior del sector, la actividad más afectada fue la construcción de edificaciones con una disminución de 12,48% en su valor agregado frente al segundo trimestre del año. En parte, esto se dio como resultado de la reducción en los gastos de inversión del Gobierno para estos fines.

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

|  | 97/96 | 98/97 |
|--|-------|-------|
| <b>(Junio)</b>   |       |       |
| <b>Despachos Nacionales de cemento (toneladas)</b>   |       |       |
| Despachos Nacionales según ICPC  | -8,2  | -0,9  |
| <b>(Septiembre)</b>  |       |       |
| <b>Producción de cemento (toneladas)</b>   |       |       |
| Producción total según Dane  | 1,8   | 0,0   |
| <b>(Octubre)</b>   |       |       |
| <b>Licencias aprobadas para la construcción (miles de mt<sup>2</sup>)</b>                  |       |       |
| Total nacional   | 6,6   | -9,5  |
| Bogotá   | 15,9  | -20,6 |
| Resto del país   | 2,9   | -4,5  |
| <b>Licencias aprobadas para la construcción de vivienda (miles de mt<sup>2</sup>)</b>      |       |       |
| Total nacional   | 20,6  | 7,4   |
| Bogotá   | 38,9  | -25,1 |
| Resto del país   | -33,2 | 11,8  |
| <b>Valor nominal acumulado del flujo neto de préstamos de las CAVs (millones de pesos)</b> |       |       |
| <b>Préstamos aprobados</b>   | 52,6  | -36,0 |
| Constructores  | 27,6  | -29,5 |
| Individuales   | 74,1  | -39,9 |
| Otros  | 47,1  | -36,0 |
| <b>Préstamos entregados</b>  | 34,2  | -24,4 |
| Constructores  | -19,1 | -8,8  |
| Individuales   | 90,9  | -31,3 |
| Otros  | 37,8  | -25,8 |
| <b>(Noviembre)</b>   |       |       |
| Índice de costos de la construcción  | 16,1  | 15,4  |

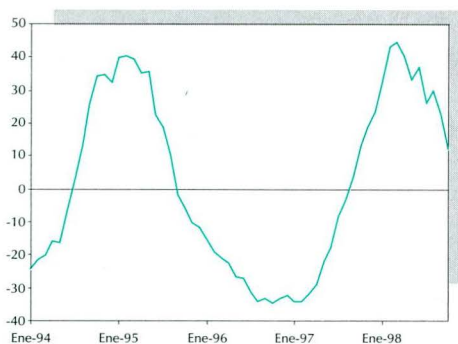
Fuente: Dane, ICAV, ICPC.

- ◆ Uno de los indicadores que confirma el deterioro de esta actividad fue la disminución en el área aprobada para la construcción. En efecto, durante el mes de octubre se aprobaron sólo 499.418 metros cuadrados para la construcción, cifra que representa una disminución cercana al 53% si se compara con el mismo mes de 1997. En el acumulado para los primeros diez meses fueron aprobados 8.201.832 m<sup>2</sup>, es decir, 9,5% menos que en igual período del año anterior y, en los últimos doce meses, el área aprobada registró un descenso de 2,7% frente a 1997.

- ◆ Del total de metros cuadrados aprobados durante el período enero-octubre, el 70,5% se localizó en las nueve áreas metropolitanas que componen la muestra -de las cuales Santafé de Bogotá, Medellín y Cali participaron con el 52,8% del total del área aprobada-, y el 29,5% restante se distribuyó en 25 ciudades del país. Teniendo en cuenta la distribución por destinos, el 77,4% (6.349.314 m<sup>2</sup>) se dirigió a la construcción de vivienda, el 8,1% al comercio, el 3,5% a establecimientos educativos, el 2,6% a la industria, el 2,2% a bodegas, el 1,8% a oficinas y el 1,6% a hospitales y centros asistenciales.

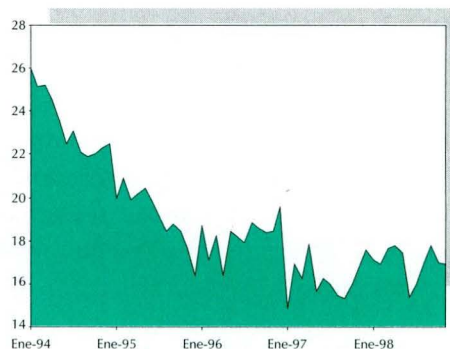
- ◆ En cuanto a la construcción de vivienda, se destacó que durante los primeros diez meses del año fueron aprobados 1.969.043 m<sup>2</sup> para la vivienda de interés social y, de este total, el 51,3% contó con subsidio familiar de vivienda. Adicionalmente, 19.012 soluciones aprobadas para la edificación de este tipo de vivienda tuvo como destino la construcción de casas y 12.532 a apartamentos.
- ◆ En lo corrido del año hasta el mes de septiembre, las compañías productoras de cemento reportaron

**Gráfico 6. AREA APROBADA PARA CONSTRUCCION DE VIVIENDA (Crecimiento anual acumulado) Enero 1994 - octubre 1998**



Fuente: Dane.

**Gráfico 7. INDICE DE COSTOS DE LA CONSTRUCCION DE VIVIENDA (Crecimiento anual) Enero 1994 - noviembre 1998**



Fuente: Dane.

al Dane una producción acumulada de 6.564.540 toneladas, cifra que no representa crecimiento alguno frente a los primeros nueve meses del año anterior cuando la producción alcanzó 6.566.515 toneladas. Durante el mes de julio ocurrió la mayor producción mensual del presente año (920.324 toneladas) y desde esa fecha, el descenso en este indicador ha sido notable. En efecto, durante el mes de agosto la producción de cemento se redujo en 241.548 toneladas respecto del mes anterior y, en septiembre, la disminución llegó a cerca de 310 mil toneladas.

- ◆ Entre enero y junio, los despachos nacionales de cemento gris reportados por el Instituto Colombiano de Productores de Cemento ascendieron a 3.333.752 toneladas, cifra inferior en 0,9% al volumen despachado durante el primer semestre de 1997.
- ◆ En el mes de noviembre de 1998, el índice de costos de la construcción de vivienda creció 0,87% respecto del mes anterior, y en lo corrido del año hasta el onceavo mes, la variación del ICCV fue 15,41%, cifra inferior en 0,7 puntos porcentuales al crecimiento respectivo de 1997.



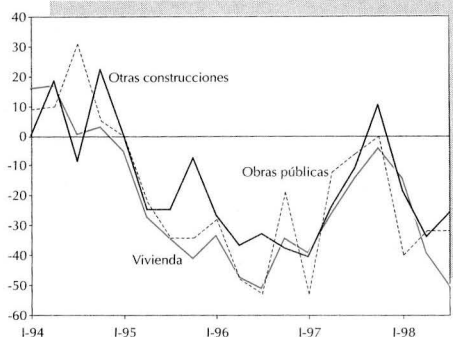
Hasta noviembre, el ICCV acumuló un crecimiento anual de 16,89%, superior en 0,08 puntos porcentuales a la variación registrada doce meses atrás.

- ◆ En el transcurso de los primeros once meses de 1998 las ciudades de Barranquilla, Santafé de Bogotá y Bucaramanga fueron las que presentaron mayores incrementos en el ICCV, con aumentos de 16,79%, 15,7% y 15,63%, respectivamente. En Barranquilla y Bucaramanga, sobresalió el aumento acumulado de la tarifa de alquiler de equipos para la construcción y, en menor proporción, los ajustes en el salario de los obreros (maestros y ayudantes). En la capital del país, se destacaron tanto los ajustes salariales como el aumento en los costos de un grupo de materiales como cemento, pinturas y aparatos sanitarios.
- ◆ Santafé de Bogotá fue la ciudad que realizó el mayor aporte a la variación total del índice con 15,41 puntos porcentuales para los primeros once meses del año. Por su parte, las ciudades de Medellín, Cali, Bucaramanga y Barranquilla aportaron 6,19 puntos porcentuales a la variación del índice en lo corrido del año.
- ◆ Teniendo en cuenta el tipo de vivienda, la multifamiliar acumuló un crecimiento de 15,37% entre enero y noviembre, y aportó 8,2 puntos porcentuales a la variación del índice total. Por su parte, la vivienda unifamiliar acumuló 15,48% de crecimiento y aportó 7,21 puntos a la variación del ICCV.
- ◆ En lo corrido del año hasta el mes de octubre de 1998, el Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda aprobó 76.459 nuevos préstamos, correspondientes a \$2.601.609 millones. Este monto de créditos es inferior en \$1.460.423 millones respecto del acumulado en el transcurso de los primeros diez meses de 1997, equivalente a una disminución de 36%. El 54% de este monto de recursos se aprobó para créditos individuales, el 38% para los constructores y el restante 8% para otro tipo de destinos.
- ◆ Por su parte, los créditos entregados ascendieron a \$2.317.540 millones en el mismo período. Esta cifra se ubicó \$152.052 millones por debajo del monto aprobado en el período enero-octubre de 1997, situación que representó una caída cercana al 25% en el valor de los préstamos entregados. Esto se dio como consecuencia de la disminución tanto en los créditos individuales como en los dirigidos a otras actividades diferentes de la construcción (31,30% y 25,84%, respectivamente). Sobresalió el caso de los créditos entregados a los constructores, ya que reportaron una mejoría de diez puntos porcentuales respecto del acumulado entre enero y octubre del año anterior; sin embargo, su situación sigue siendo crítica.
- ◆ Como consecuencia del deterioro de los indicadores de la construcción y de los efectos de la desaceleración de la economía reflejados directamente en este sector de la economía, Fedesarrollo estima que para el presente año la construcción cayó 8%, es decir 7,8 puntos porcentuales por debajo de la variación negativa registrada al finalizar 1997. Por su parte, las estimaciones del Gobierno son un poco más optimistas, aunque igualmente críticas, al considerar una disminución de 7,3%.
- ◆ Los resultados de la Encuesta de Opinión realizada por Fedesarrollo y Camacol Cundinamarca para el sector de la construcción, revelan también un claro estancamiento en esta actividad económica hasta el tercer trimestre del año. En efecto, el 57% de los constructores encuestados redujo la edificación de viviendas respecto del segundo trimestre del año, cifra que se ubica 23

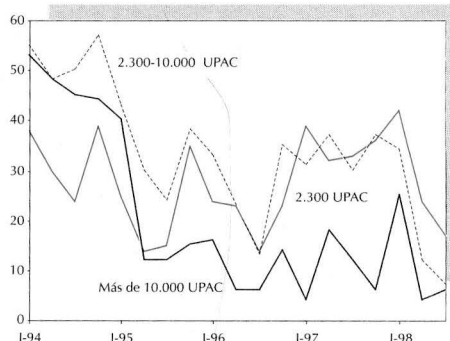
puntos porcentuales por debajo de la respuesta de los encuestados en el tercer trimestre de 1997. Adicionalmente, sólo el 16% mejoró en la construcción de otras edificaciones (entre las que se cuenta las obras para el comercio, oficinas, locales y bodegas) durante el período julio-septiembre, cifra que contrasta con el 26% registrado en los mismos meses de 1997.

- ◆ Igualmente, durante el tercer trimestre del año, la iniciación de proyectos de vivienda estuvo muy afectada por las dificultades en la consecución de recursos de capital, resultado de la contracción de liquidez que caracterizó al mercado monetario. Solamente hubo una pequeña recuperación en la iniciación de proyectos de construcción de vivienda destinada a los estratos socioeconómicos más altos.
- ◆ Consecuentemente con los resultados de la Encuesta, las expectativas de recuperación de la actividad constructora son demasiado pesimistas para los próximos seis meses. Los constructores consideran que el sector no logrará recuperarse del fuerte impacto producido por los desajustes macroeconómicos del país, reflejados directamente en las altas tasas de interés y en los escasos recursos para la inversión.
- ◆ Las ventas de vivienda (para todos los estratos sociales) se han visto mucho más afectadas que la misma iniciación de proyectos de construcción. En efecto, el 88% del total de constructores encuestados estimó que las ventas de vivienda tanto de interés social como para el estrato 2 han disminuido considerablemente. Además, cerca del 90% de esta muestra vio reducido el nivel de ventas de vivienda para los estratos superiores, como consecuencia de las dificultades a las que se enfrentaron en el mercado financiero en lo que tiene que ver con el pago de la cuota

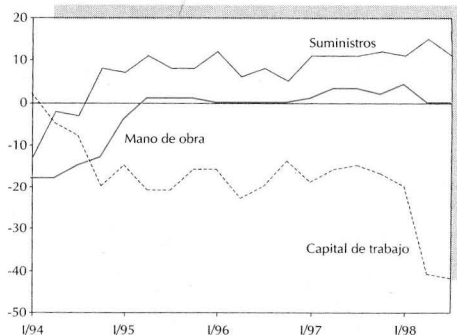
**Gráfico 8A. ACTIVIDAD CONSTRUCTORA (Balances)\* I trimestre 1994 - III trimestre 1998**



**Gráfico 8B. INICIACION DE PROYECTOS DE VIVIENDA DURANTE EL TRIMESTRE (%)\*\* I trimestre 1994 - III trimestre 1998**



**Gráfico 8C. FACTORES DETERMINANTES DE LA ACTIVIDAD CONSTRUCTORA DE VIVIENDA (Balances\*) I trimestre 1994 - III trimestre 1998**

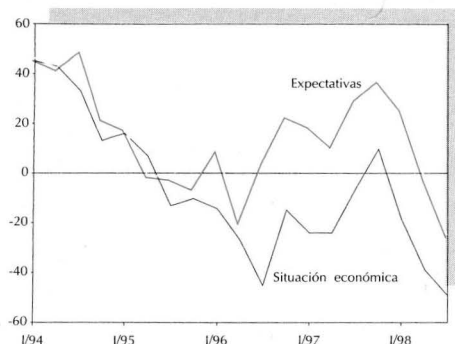


\* Diferencia entre porcentajes de respuestas favorables y desfavorables.

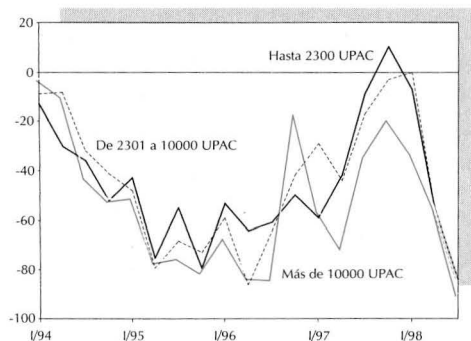
\*\* Porcentaje de respuestas positivas.

Fuente: Encuesta de construcción de Fedesarrollo y Camacol Cundinamarca.

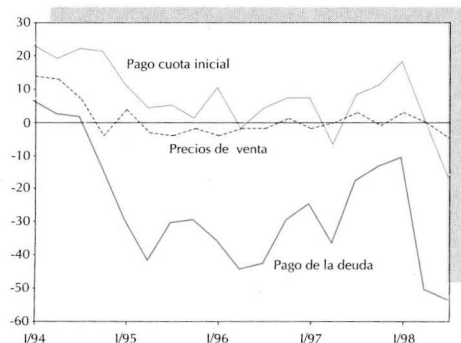
**Gráfico 8D. SITUACION ECONOMICA Y EXPECTATIVAS DE LOS CONSTRUCTORES PARA EL PROXIMO SEMESTRE (Balances)\***  
I trimestre 1994 - III trimestre 1998



**Gráfico 8E. VENTAS DE VIVIENDA (Balances)\***  
I trimestre 1994 - III trimestre 1998



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



\* Diferencia entre porcentajes de respuestas favorables y desfavorables.

Fuente: Encuesta de construcción de Fedesarrollo y Camacol Cundinamarca.

inicial de las edificaciones, el pago de la deuda y, en menor medida, los precios de venta de las mismas.

## ACTIVIDAD MINERA

- ◆ A diferencia del resto de sectores de la economía, el sector de la minería tuvo un desempeño favorable durante el tercer trimestre de 1998. En este período, el valor agregado del sector minero presentó un incremento de 22,69% frente al comportamiento observado en 1997. Entre julio y septiembre, se destacó el dinamismo en la producción de petróleo (26,76%) respecto del tercer trimestre del año anterior e, igualmente, fue importante el aumento en la producción de hulla, lignito y turba (25,27%) durante el mismo período. En contraste, se redujo en 11,35% la producción de gas natural.
- ◆ El comportamiento de los diferentes productos que componen el sector de explotación de minas y canteras llevó a que el valor agregado de esta actividad económica acumulara un crecimiento de 15,20% para los primeros nueve meses del año, comportamiento que aportó 0,69 puntos porcentuales a la variación total del PIB entre enero y septiembre.
- ◆ La producción de petróleo creció notablemente entre julio y septiembre (7,49%) si se le compara con los incrementos observados en el primer y segundo trimestre del año (0,46% y 0,71%, respectivamente). Este comportamiento permitió que la producción del crudo aumentara 26,76% frente al tercer trimestre de 1997, en respuesta especialmente al dinamismo en las exportaciones del producto.
- ◆ La producción de gas, que venía aumentando desde el tercer trimestre del año anterior, cambió

de tendencia en el segundo trimestre de 1998. En efecto, pasó de 4% en el cuarto trimestre de 1997 a 11,4% entre enero y marzo de este año y, posteriormente, se redujo en 4,36% y 17,72% en el segundo y tercer trimestre de 1998, respectivamente. Este resultado se explica especialmente por la disminución en la demanda de suministro por parte de las termoeléctricas y la industria petroquímica.

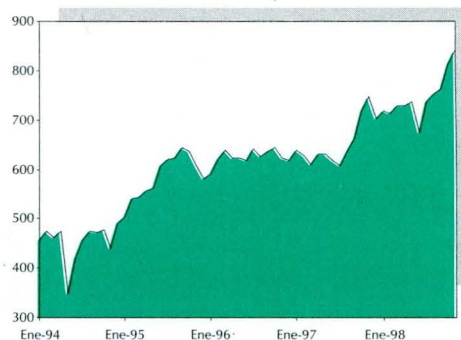
- ◆ En lo corrido del año hasta el mes de noviembre Ecopetrol reportó una producción promedio de petróleo de 745.383 barriles diarios de crudo, cifra superior en 97.825 barriles diarios al promedio observado durante los primeros once meses de año anterior, en respuesta al aumento continuo en la producción que se viene registrando desde el pasado mes de junio.
- ◆ En el transcurso del año el precio externo del crudo estuvo muy por debajo de los niveles promedio alcanzados en el año anterior (US\$18,24/barril), resultado de la caída de los precios inter-

#### Cuadro 6. PRODUCCION DE PETROLEO Y SUMINISTRO DE GAS NATURAL

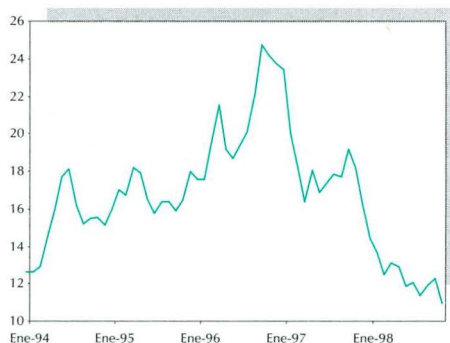
|      |            | Producción<br>petróleo<br>(BDC) | Suministro gas<br>natural<br>(MBTU/día) |
|------|------------|---------------------------------|---|
| 1996 |            | 625.000                         | 458.556                                 |
| 1997 |            | 652.184                         | 583.000                                 |
| 1998 | Enero      | 717.091                         | 697.779                                 |
|      | Febrero    | 712.162                         | 714.862                                 |
|      | Marzo      | 727.329                         | 752.319                                 |
|      | Abril      | 727.265                         | 715.447                                 |
|      | Mayo       | 737.196                         | 628.910                                 |
|      | Junio      | 671.628                         | 649.876                                 |
|      | Julio      | 737.303                         | 526.274                                 |
|      | Agosto     | 751.862                         | 530.003                                 |
|      | Septiembre | 762.367                         | 588.117                                 |
|      | Octubre    | 812.131                         | 542.890                                 |
|      | Noviembre  | 842.879                         | 519.018                                 |

Fuente: Ecopetrol.

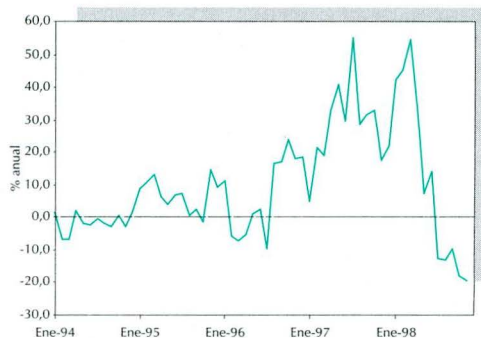
**Gráfico 9A. PRODUCCION DE PETROLEO**  
(Miles de barriles diarios)  
Enero 1994 - noviembre 1998



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



**Gráfico 9C. SUMINISTRO DE GAS NATURAL**  
(MBTU/día)  
Enero 1994 - noviembre 1998



Fuentes: Ecopetrol.

nacionales que se viene registrando desde el segundo semestre de 1997. Esta disminución en los precios del crudo tuvo un efecto negativo en la balanza de pagos del país, en la medida en que aumentó el déficit comercial e igualmente afectó los ingresos fiscales de la nación.

- ◆ En lo corrido del año hasta el mes de noviembre, el precio promedio internacional de los yacimientos de Caño Limón alcanzó los US\$12,4/barril, y el de los yacimientos de Cusiana US\$13,5/barril. Durante el mes de noviembre, el precio del petróleo colombiano se ubicó en promedio US\$2,06/barril por debajo del precio internacional WTI.
- ◆ Contrario al comportamiento de la producción de petróleo, el suministro de gas natural ha descendido continuamente desde el pasado mes de marzo, con excepción de septiembre cuando ocurrió un leve repunte.
- ◆ El suministro directo de gas natural representa una proporción residual respecto del total. En efecto, la mayor contribución la realizó la producción por asociación (Cusiana, Gas Casanare, Guajira, Guepaje, Montanuelo, Opón, Palermo y Payoa/Salina) que en promedio creció 10,23% en el transcurso de los primeros once meses del año, frente a una disminución de 10,61% en el suministro directo del gas para el mismo período.

## SECTOR AGROPECUARIO

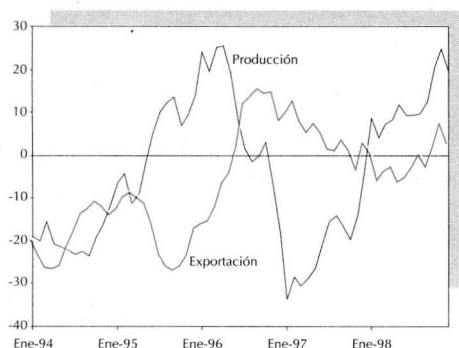
### Café

- ◆ A lo largo del presente año, el comportamiento de la actividad cafetera estuvo dominado por las expectativas sobre el volumen de la cosecha del Brasil 1998/1999, así como por la caída del precio internacional del grano. En consecuencia, la

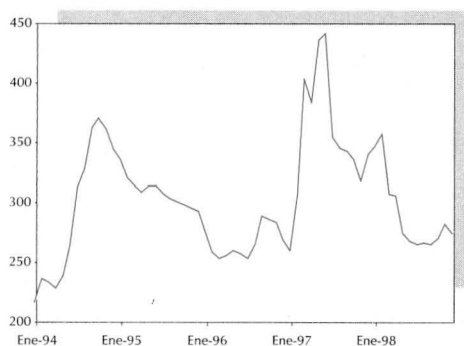
ligera recuperación que se observó en el valor de las exportaciones del café colombiano en el segundo semestre de 1997 se revirtió a lo largo de 1998 y la tendencia ha sido hacia un continuo deterioro.

- ◆ En el año completo de 1998 la producción colombiana de café ascendió a un volumen acumulado de 12,8 millones de sacos de 60 kg, según información suministrada por la Federación Nacional de Cafeteros de Colombia. Este volumen fue superior en 2,1 millones de sacos al observado en igual período de 1997 y equivale a una variación positiva de 19,4%.
- ◆ Igualmente aumentaron las exportaciones de café suave colombiano al pasar de 10,9 millones de sacos de 60 kg en 1997 a 11,2 millones de sacos en 1998. El volumen más alto de exportaciones ocurrió en el mes de diciembre con 1,2 millones de toneladas y, en contraste, el menor volumen se exportó en el pasado mes de febrero (690 mil sacos).
- ◆ Por su parte, el precio interno del grano se ha mantenido estable al rededor de los \$300.000 por carga de café pergamino, que corresponde al valor mínimo que paga la Federación Nacional con el propósito de sostener la estabilidad económica de los caficultores colombianos.
- ◆ En respuesta al comportamiento de los precios externos del café, a lo largo de 1998 el precio interno cayó en cerca de \$20.000 frente al precio promedio para 1997 cuando éste ascendió a \$331.013/carga. Si se le compara con el mes de diciembre del año anterior, la caída frente a ese mes fue de \$16.000 por carga.
- ◆ A lo largo de todo el año, el precio internacional del café suave colombiano registró un continuo

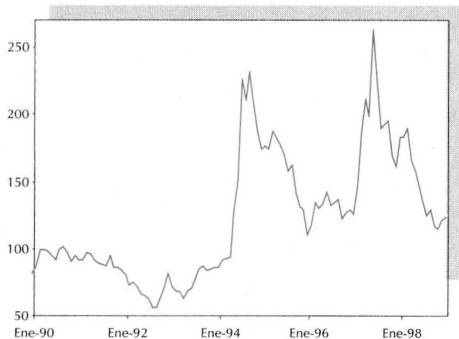
**Gráfico 10A. VOLUMEN DE PRODUCCION Y EXPORTACION DE CAFE (Crecimiento anual acumulado) Enero 1994 - diciembre 1998**



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



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



Fuente: Federación Nacional de Cafeteros.

descenso, aunque en el pasado mes de diciembre ocurrió un leve repunte al pasar de US\$1,21/libra en promedio en noviembre a US\$1,24/libra al finalizar 1998. En este comportamiento incidieron especialmente los diferentes estimativos anticipados sobre la cosecha del Brasil que oscilaron entre 34 y 38 millones de sacos, volúmenes muy superiores a los de años anteriores.

- ◆ En promedio, el precio externo del café suave colombiano en el mercado de Nueva York se ubicó en US\$1,43 por libra durante 1998, y el de los otros tipos de café suave en US\$1,34 por libra.

### Agricultura no cafetera

- ◆ De acuerdo con las estimaciones más recientes del Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural, el sector agropecuario está pasando por una severa crisis. Después de crecer a una tasa positiva de 0,6% sin incluir el café en 1997, pasó a una tasa negativa de 4,7% para 1998. Incluyendo el café, los crecimientos fueron de 0,2% y -3,2%, respectivamente. Esta desaceleración estuvo muy marcada por la caída del sector agrícola (8,3%) y también por el crecimiento nulo del sector pecuario.
- ◆ Productos como el algodón, la cebada, el sorgo, el trigo, el maní y la yuca, continúan atravesando por una severa crisis por segundo año consecutivo. En buena parte, este resultado se explica por los efectos climáticos del Fenómeno del Pacífico que afectó duramente algunas regiones del país principalmente a principios del año, y por la creciente violencia concentrada en las zonas rurales.
- ◆ Al interior de la agricultura, se destacó la dramática disminución de los cultivos transitorios al



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

|                                   | 1996     | 1997     | 1998     | Crecimiento (%) |       |
|-----------------------------------|----------|----------|----------|-----------------|-------|
|                                   |          |          |          | 1997            | 1998  |
| <b>Transitorios</b>               |          |          |          |                 |       |
| <b>Exportables</b>                | 14.890,2 | 14.415,2 | 12.746,6 | -3,2            | -11,6 |
| Ajonjolí                          | 91,2     | 84,1     | 42,1     | -7,8            | -49,9 |
| Algodón                           | 1.969,2  | 1.165,8  | 1.030,6  | -40,8           | -11,6 |
| Arroz total                       | 5.445,9  | 5.999,7  | 5.456,2  | 10,2            | -9,1  |
| Papa                              | 7.165,0  | 6.950,1  | 6.027,0  | -3,0            | -13,3 |
| Tabaco rubio                      | 218,9    | 215,5    | 190,7    | -1,5            | -11,5 |
| <b>Importables</b>                | 9.216,1  | 8.975,4  | 6.711,6  | -2,6            | -25,2 |
| Cebada                            | 214,6    | 102,9    | 53,2     | -52,1           | -48,3 |
| Fríjol                            | 1.977,5  | 1.990,2  | 1.591,9  | 0,6             | -20,0 |
| Maíz total                        | 4.436,2  | 4.486,7  | 3.355,4  | 1,1             | -25,2 |
| Sorgo                             | 1.600,8  | 1.186,6  | 726,4    | -25,9           | -38,8 |
| Soya                              | 569,1    | 884,5    | 718,3    | 55,4            | -18,8 |
| Trigo                             | 417,9    | 324,5    | 266,4    | -22,3           | -17,9 |
| <b>No comerciables</b>            | 4.917,0  | 5.109,9  | 5.299,0  | 3,9             | 3,7   |
| Maní                              | 68,1     | 47,5     | 13,5     | -30,2           | -71,6 |
| Hortalizas                        | 4.848,9  | 5.062,4  | 5.285,5  | 4,4             | 4,4   |
| <b>Total transitorios</b>         | 29.023,3 | 28.500,5 | 24.757,2 | -1,8            | -13,1 |
| <b>Permanentes</b>                |          |          |          |                 |       |
| <b>Exportables</b>                | 24.685,3 | 24.778,2 | 23.425,0 | 0,4             | -5,5  |
| Banano exportación                | 2.648,5  | 2.870,9  | 2.846,4  | 8,4             | -0,9  |
| Cacao                             | 1.457,9  | 1.477,9  | 1.060,7  | 1,4             | -28,2 |
| Caña de azúcar                    | 12.282,8 | 12.208,4 | 10.973,1 | -0,6            | -10,1 |
| Plátano exportación               | 295,8    | 303,4    | 364,8    | 2,6             | 20,2  |
| Tabaco negro                      | 441,0    | 302,4    | 390,8    | -31,4           | 29,2  |
| Flores                            | 7.559,3  | 7.615,2  | 7.789,2  | 0,7             | 2,3   |
| <b>Importables</b>                | 6.705,1  | 7.127,8  | 7.281,4  | 6,3             | 2,2   |
| Palma africana                    | 6.705,1  | 7.127,8  | 7.281,4  | 6,3             | 2,2   |
| <b>No comerciables</b>            | 24.500,8 | 24.091,5 | 22.006,4 | -1,7            | -8,7  |
| Caña panela                       | 6.785,7  | 6.990,5  | 6.295,7  | 3,0             | -9,9  |
| Coco                              | 379,8    | 326,6    | 299,3    | -14,0           | -8,4  |
| Fique                             | 282,9    | 301,6    | 188,6    | 6,6             | -37,5 |
| Ñame                              | 685,3    | 425,0    | 439,8    | -38,0           | 3,5   |
| Plátano                           | 7.531,8  | 7.592,3  | 6.689,3  | 0,8             | -11,9 |
| Yuca                              | 3.225,5  | 2.677,5  | 2.315,7  | -17,0           | -13,5 |
| Frutales                          | 5.609,7  | 5.778,0  | 5.778,0  | 3,0             | 0,0   |
| <b>Total permanentes</b>          | 55.891,2 | 55.997,5 | 52.712,8 | 0,2             | -5,9  |
| <b>Agricultura sin café</b>       | 84.914,5 | 84.498,0 | 77.470,0 | -0,5            | -8,3  |
| <b>Café</b>                       | 14.294,8 | 13.673,9 | 15.485,4 | -4,3            | 13,2  |
| <b>Total agricultura con café</b> | 99.209,3 | 98.171,9 | 92.955,4 | -1,0            | -5,3  |

Fuente: Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural.

pasar de -1,8% en 1997 a -13,1% en el transcurso de 1998. De igual manera, sobresalió la caída de 6,1 puntos porcentuales en el valor de la producción de los cultivos permanentes. En conjunto, estos comportamientos negativos han sido parcialmente compensados por el dinamismo de la producción de café, para la cual se estima un crecimiento de 13,2% en 1998.

- ◆ El Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural, estima que en el presente año el valor de la producción de los cultivos transitorios ascendió a \$24.757,2 millones, es decir, \$3.743,2 millones menos que en 1997. Esto se dio principalmente como resultado de la caída de cerca de 23 puntos porcentuales en los cultivos importables que pasaron de \$8.975,4 millones en 1997 a \$6.711,6 millones en 1998.
- ◆ Al interior de estos cultivos, todos los productos registraron grandes deterioros en el valor de su producción. Sobresale la caída de 74 puntos porcentuales en los cultivos de soya, frente al crecimiento de 55,4% observado en 1997.
- ◆ Por su parte, los cultivos exportables disminuyeron 11,6%, lo que equivale a \$1.669 millones menos que la cifra registrada al año anterior, y los cultivos no comercializables como el maní y las hortalizas mostraron un leve descenso de 0,2 puntos porcentuales.
- ◆ En conjunto, los productos transitorios más afectados fueron el ajonjolí (-50%), la cebada (-48%), el sorgo (-39%), el maní (-71,6%) y la soya (-18,8%). En contraste, la producción de algodón, aunque sigue siendo negativa, registró una tendencia a la recuperación al presentar cerca de 30 puntos porcentuales de crecimiento respecto de 1997.
- ◆ Por su parte, los cultivos permanentes redujeron su producción en 5,5%, y al interior de éstos el impacto más negativo se presentó en los no comercializables con una reducción de 8,7%, siete puntos porcentuales por debajo de la variación respectiva del año anterior. Sobresalió la caída del fique (-37,5%), el tabaco (-29,2%) y el cacao (-28,2%).
- ◆ Los cultivos permanentes de tipo exportable, también sufrieron fuertes descensos en sus niveles de producción, en especial los cultivos de cacao con una reducción de 28,2%, caña de azúcar (-10,1%) y banano de exportación (-0,9%). Sin embargo, se incrementó en \$61 millones la producción de plátano de exportación y en \$88,4 millones la de tabaco negro.
- ◆ Con estos resultados, el Gobierno espera que el valor de la producción del total de la agricultura para 1998 haya registrado una variación negativa de 5,3% y, excluyendo el café, ésta pudo alcanzar un descenso de 8,3% al pasar de \$84,5 miles de millones en 1997 a \$77,5 miles de millones en 1998.
- ◆ Adicionalmente, se prevé para el año completo un crecimiento nulo en el valor de la producción del sector pecuario, frente al 2% de incremento que se logró en 1997. El efecto más severo se sintió en la porcicultura que perdió 6,4 puntos porcentuales de crecimiento, al igual que en la ganadería bovina, la avicultura, la ovinocultura, la capricultura y la apicultura.
- ◆ Fedesarrollo estima un aumento de 3,1% en el sector agrícola para 1998, como resultado del incremento cercano al 17% en el valor de la producción de café pergamino para este año.

## II. Indicadores laborales

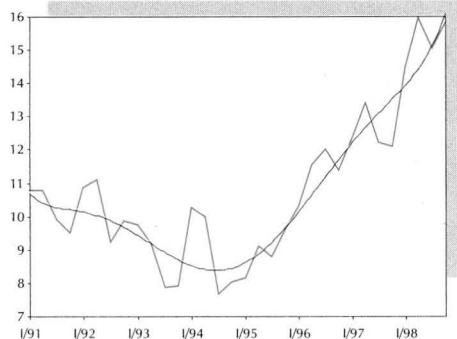
- ◆ De manera consistente con el comportamiento de la economía, el desempleo en el país continuó incrementándose a ritmos acelerados, pasando a ser uno de los problemas socioeconómicos más graves que afronta el país en la actualidad.
- ◆ Después de registrarse niveles ya elevados de desocupación cercanos al 12% en 1997, ésta cifra aumentó a cerca de 16% en 1998, equivalente a 214 mil personas que entraron a formar parte de la larga fila de desocupados en el país.
- ◆ Para el cuarto trimestre de 1998, los indicadores del mercado laboral siguieron deteriorándose. En efecto, el número de desocupados en el país aumentó cerca de 205 mil personas frente al mes de diciembre de 1997, en razón al gran aumento registrado durante el segundo trimestre del año.
- ◆ De acuerdo con las explicaciones ofrecidas por el Dane, el desempleo ha afectado especialmente al grupo de personas entre 15 y 29 años de edad.
- ◆ La tasa de desempleo para las siete principales áreas metropolitanas (Santafé de Bogotá D.C., Barranquilla, Cali, Medellín, Bucaramanga, Manizales y Pasto) se ubicó en 15,7%, 3,7 puntos porcentuales por encima de la tasa registrada en diciembre de 1997.
- ◆ Cali fue la ciudad más afectada por el alto nivel de desocupación. Su tasa de desempleo alcanzó el 20,6% y 19,5% en septiembre y diciembre, respectivamente, las cifras más altas en la historia laboral del país. En el último trimestre del año las tasas "más bajas" se presentaron en las ciudades de Barranquilla (10,4%) y Montería (13,9%).

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

|      |     | Población en edad<br>de trabajar<br>(PET) | Población<br>económicamente<br>activa (PEA) | Ocupados<br>(O) | Desocupados<br>(D) | Tasa Global<br>de participación<br>(TGP) | Tasa de<br>ocupación<br>(TO) | Tasa de<br>desempleo<br>(TD) |
|------|-----|---|---|-----------------|--------------------|--|------------------------------|------------------------------|
| 1996 | I   | 10.249.586                                | 6.214.589                                   | 5.580.184       | 634.405            | 60,6                                     | 54,4                         | 10,2                         |
|      | II  | 10.395.397                                | 6.143.968                                   | 5.440.824       | 703.144            | 59,1                                     | 52,3                         | 11,4                         |
|      | III | 10.477.888                                | 6.190.206                                   | 5.450.624       | 739.582            | 59,1                                     | 52,0                         | 11,9                         |
|      | IV  | 10.517.292                                | 6.287.140                                   | 5.576.587       | 710.553            | 59,8                                     | 53,0                         | 11,3                         |
| 1997 | I   | 10.676.130                                | 6.228.459                                   | 5.461.664       | 766.795            | 58,3                                     | 51,2                         | 12,3                         |
|      | II  | 10.707.277                                | 6.414.688                                   | 5.560.661       | 854.027            | 59,9                                     | 51,9                         | 13,3                         |
|      | III | 10.836.782                                | 6.488.413                                   | 5.702.132       | 786.281            | 59,9                                     | 52,6                         | 12,1                         |
|      | IV  | 10.790.002                                | 6.635.611                                   | 5.837.601       | 798.010            | 61,5                                     | 54,1                         | 12,0                         |
| 1998 | I   | 10.907.364                                | 6.795.262                                   | 5.816.844       | 978.418            | 62,3                                     | 53,3                         | 14,4                         |
|      | II  | 10.870.190                                | 6.819.705                                   | 5.735.574       | 1.084.131          | 62,7                                     | 52,8                         | 15,9                         |
|      | III | 10.958.317                                | 6.678.823                                   | 5.678.686       | 1.000.137          | 60,9                                     | 51,8                         | 15,0                         |
|      | IV  | 11.073.996                                | 6.944.057                                   | 5.852.393       | 1.091.664          | 62,7                                     | 52,8                         | 15,7                         |

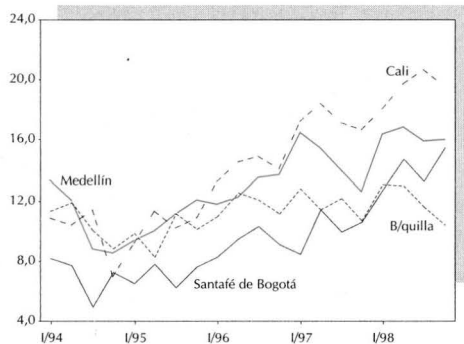
Fuente: Encuesta Nacional de Hogares del Dane.

**Gráfico 11A. TASA DE DESEMPLEO EN LAS SIETE PRINCIPALES CIUDADES**  
I trimestre 1991 - IV trimestre 1998



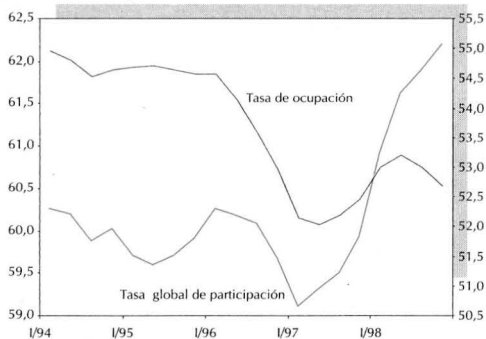
Fuente: Dane.

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



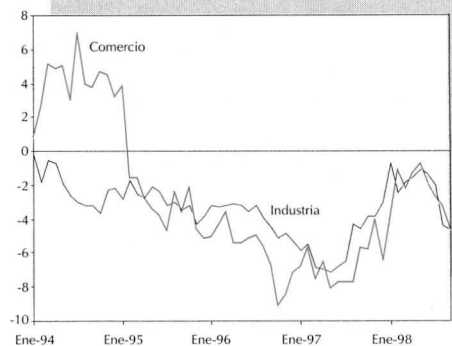
Fuente: Dane.

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



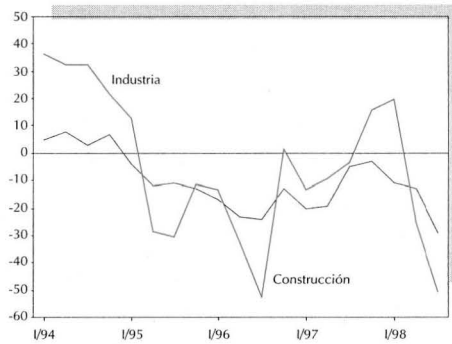
Fuente: Encuesta Nacional de Hogares del Dane.

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



Fuente: Dane.

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



Fuente: Fedesarrollo

- ◆ La población económicamente activa pasó de 6.635.611 personas en diciembre de 1997 a 6.944.057 personas en el mismo mes de 1998, cifra que representó un aumento de 4,6% en la fuerza laboral del país al finalizar el año.
- ◆ Teniendo en cuenta las principales áreas metropolitanas del país, es importante destacar que Santafé de Bogotá participó con el 45,9% de la PEA, es decir, con 3.189.283 personas (2.694.625 ocupados y 494.658 desocupados y, en conjunto, Cali, Medellín y Barranquilla participaron

- con el 42,8%, correspondiente a 2.969.517 personas, de las cuales 2.495.579 estuvieron ocupadas y 473.938 desocupadas.
- ◆ A lo largo de 1998 aumentó en 283.994 personas la población en edad de trabajar en Colombia. En efecto, ésta pasó de 10.790.002 personas al finalizar 1997 a 11.073.996 personas en 1998.
  - ◆ Durante el último trimestre del año, el número de ocupados en las siete principales ciudades y sus áreas metropolitanas aumentó 14.792 personas respecto del cuarto trimestre de 1997. Sin embargo, la tasa de ocupación pasó de 54,1% en diciembre de 1997 a 52,8% en igual mes de 1998, lo que implicó una disminución de 1,3 puntos porcentuales en este indicador.
  - ◆ Santafé de Bogotá D.C., Bucaramanga y sus respectivas áreas fueron las zonas del país que registraron las tasas de ocupación más altas (54,8% y 54,6%, respectivamente) y las más bajas se observaron en Ibagué (49%) y Montería (49,3%).
  - ◆ En el cuarto trimestre de 1998 la tasa global de participación aumentó 1,2 puntos porcentuales frente al mes de diciembre del año anterior al ubicarse en 62,7%. Cali y Pasto registraron las mayores tasas (65,3% y 65%, respectivamente), seguidas por la capital de la República con 64,9%.
  - ◆ Los resultados definitivos de la Encuesta Nacional de Hogares para los primeros nueve meses del año muestran que las ramas de actividad económica que generaron más empleo en las siete principales áreas metropolitanas del país fueron Servicios comunales, sociales y personales, Comercio e Industria.
  - ◆ En conjunto, estas tres ramas cubrieron el 75,3% del empleo total. Por su parte, Transporte, Construcción y Servicios Financieros concentraron el 22,7% del empleo, y el resto de sectores (Agricultura, Minería, Electricidad, Gas y Agua y Servicios Financieros) el 2%.
  - ◆ Con excepción del sector de servicios comunales, sociales y personales, las demás ramas de la actividad económica redujeron su participación en el nivel de empleo del país frente a 1997.
  - ◆ El incremento gradual en la participación del sector servicios en el empleo total evidencia el proceso de terciarización del mercado laboral.
  - ◆ Otro indicador del mercado laboral es el subempleo. En él se agrupan las personas que desean y pueden trabajar más tiempo del que comúnmente emplean en sus ocupaciones remuneradas, debido a que su jornada laboral es inferior a 32 horas o sus ingresos son insuficientes o por el bajo nivel de productividad en una ocupación que no está de acuerdo con la profesión o entrenamiento de las personas.
  - ◆ Hasta el tercer trimestre del año la población subempleada en las siete principales áreas metropolitanas del país ascendió a 1.309.656 personas y de este total, el 57% fueron hombres y el 40,7% mujeres.
  - ◆ El 29,4% de las personas subempleadas se desempeñó en los servicios comunales, sociales y personales, 24,8% en el comercio, 19,1% en la industria, 10,7% en la construcción, 7,5% en transporte, 7,1% en servicios financieros y 1,4% en otras ramas.

### III. Indicadores del sector externo

- ◆ En 1998 el mercado cambiario se caracterizó por mantener la fuerte devaluación que se presentó desde septiembre de 1997, hasta el punto que el Banco de la República tuvo que intervenir en varias ocasiones para defender la banda cambiaria. Durante el año la devaluación nominal promedio se ubicó en 25%. Sin embargo, desde finales del mes de octubre el mercado cambiario comenzó a registrar una calma relativa, hasta el punto que la tasa de cambio logró despegarse del techo de la banda y al finalizar el año, ésta se ubicó \$96,2 por debajo del límite superior.
- ◆ En el transcurso del presente año la tendencia alcista de la tasa de cambio estuvo muy influenciada por las crecientes expectativas de devaluación que llevaron a los agentes a efectuar fuertes ataques contra el peso.
- ◆ Este comportamiento se explica por factores relacionados con la incertidumbre política que vivió el país en los primeros meses del año durante el período preelectoral y por la incertidumbre económica derivada del fuerte deterioro de las principales variables de la economía (déficit fiscal, cuenta corriente, tasa de desempleo y reservas internacionales), situación que además llevó a que algunas agencias internacionales revisaran la calificación del país.
- ◆ En el frente externo, las expectativas devaluacionistas estuvieron muy relacionadas con el efecto de la caída de los precios internacionales del petróleo y el café y con la restricción del mercado internacional de capitales como resultado de las crisis asiática y Rusa.

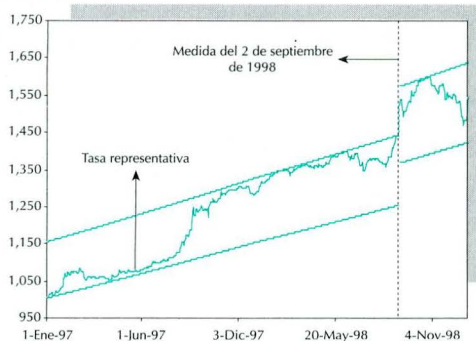
**Cuadro 9A. TASA DE CAMBIO REPRESENTATIVA DEL MERCADO**  
(Pesos por dólar)

|            | Representativa del mercado |         |         | Devaluación anual (%) |      |      | Devaluación año corrido (%) |      |      |
|------------|----------------------------|---------|---------|-----------------------|------|------|-----------------------------|------|------|
|            | 1996                       | 1997    | 1998    | 1996                  | 1997 | 1998 | 1996                        | 1997 | 1998 |
| Enero      | 1.011,2                    | 1.027,1 | 1.323,2 | 19,4                  | 1,6  | 28,8 | 2,3                         | 2,6  | 2,0  |
| Febrero    | 1.029,6                    | 1.074,2 | 1.346,1 | 21,0                  | 4,3  | 25,3 | 4,2                         | 7,4  | 3,8  |
| Marzo      | 1.045,0                    | 1.062,2 | 1.357,1 | 20,7                  | 1,6  | 27,8 | 5,7                         | 6,2  | 4,6  |
| Abril      | 1.050,9                    | 1.060,7 | 1.360,2 | 20,3                  | 0,9  | 28,2 | 6,4                         | 6,0  | 4,9  |
| Mayo       | 1.066,2                    | 1.075,2 | 1.386,3 | 21,6                  | 0,8  | 28,9 | 7,9                         | 7,5  | 6,9  |
| Junio      | 1.072,0                    | 1.082,4 | 1.386,6 | 22,5                  | 1,0  | 28,1 | 8,5                         | 8,2  | 6,9  |
| Julio      | 1.064,1                    | 1.102,4 | 1.371,5 | 19,1                  | 3,6  | 24,4 | 7,7                         | 10,2 | 5,8  |
| Agosto     | 1.044,8                    | 1.132,7 | 1.390,5 | 11,7                  | 8,4  | 22,8 | 5,7                         | 13,2 | 7,2  |
| Septiembre | 1.040,8                    | 1.222,5 | 1.520,5 | 8,0                   | 17,5 | 24,4 | 5,3                         | 22,2 | 17,2 |
| Octubre    | 1.015,8                    | 1.262,9 | 1.587,4 | 3,1                   | 24,3 | 25,7 | 2,8                         | 26,2 | 22,4 |
| Noviembre  | 998,2                      | 1.294,6 | 1.562,7 | -0,2                  | 29,7 | 20,7 | 1,0                         | 29,4 | 20,5 |
| Diciembre  | 1.000,6                    | 1.296,9 | 1.523,6 | 1,3                   | 29,6 | 17,5 | 1,3                         | 29,6 | 17,5 |
| Promedio   | 1.036,6                    | 1.141,1 | 1.426,3 | 13,6                  | 10,1 | 25,0 | 4,9                         | 14,1 | 6,6  |

Fuente: Banco de la República.

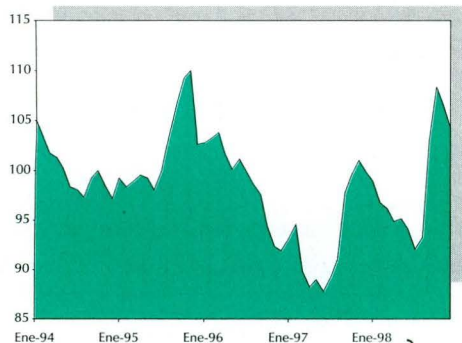


**Gráfico 12A. BANDAS TASA DE CAMBIO DE MERCADO Enero 1994 - diciembre 1998**



Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 12B. INDICE DE TASA DE CAMBIO REAL (ITCR1) Base promedio 1994 = 100**

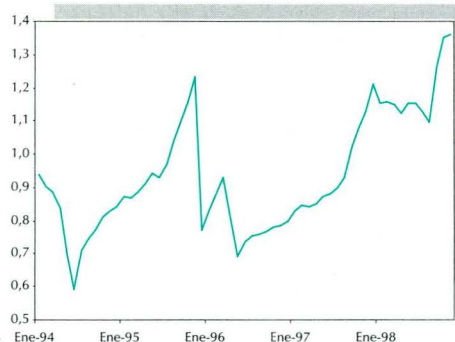


Fuente: Banco de la República.

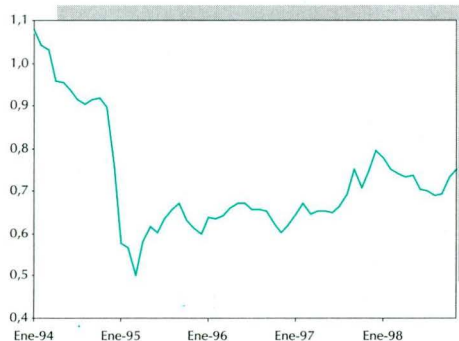
- ◆ Para evitar las presiones contra la banda cambiaria, el Banco de la República tuvo que adoptar una política que combinó la restricción de liquidez en el mercado monetario a través de altas tasas de interés y la venta de reservas internacionales. Igualmente, se flexibilizaron los controles a la entrada de capitales mediante la reducción del depósito obligatorio para las operaciones de endeudamiento externo y el recorte en el período durante el cual este depósito debe mantenerse en el Banco de la República.

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

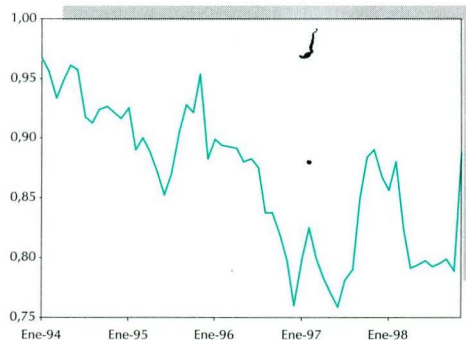
### A. Con Venezuela



### B. Con México



### C. Con Ecuador



Fuente: MetroEconómica Venezuela, FMI y cálculos de Fedesarrollo.

**Cuadro 9B. INDICE DE TASA DE CAMBIO REAL**  
(Base promedio 1994 = 100)

|            | ITCR1  |        |        |                   | Devaluación real anual |        |        |                   |
|------------|--------|--------|--------|-------------------|------------------------|--------|--------|-------------------|
|            | 1995   | 1996   | 1997   | 1998 <sup>a</sup> | 1995                   | 1996   | 1997   | 1998 <sup>a</sup> |
| Enero      | 99,25  | 102,81 | 93,03  | 98,96             | -5,44                  | 3,59   | -9,52  | 6,38              |
| Febrero    | 98,42  | 103,23 | 94,50  | 96,76             | -4,61                  | 4,89   | -8,46  | 2,40              |
| Marzo      | 98,95  | 103,83 | 89,82  | 96,18             | -2,74                  | 4,93   | -13,49 | 7,08              |
| Abril      | 99,59  | 101,71 | 88,30  | 94,81             | -1,78                  | 2,13   | -13,18 | 7,37              |
| Mayo       | 99,25  | 100,09 | 88,98  | 95,16             | -0,98                  | 0,84   | -11,10 | 6,94              |
| Junio      | 98,14  | 101,15 | 87,83  | 94,09             | -0,31                  | 3,07   | -13,17 | 7,13              |
| Julio      | 100,07 | 99,95  | 89,29  | 92,08             | 2,08                   | -0,12  | -10,67 | 3,12              |
| Agosto     | 103,75 | 98,65  | 91,08  | 93,19             | 6,61                   | -4,91  | -7,68  | 2,31              |
| Septiembre | 106,63 | 97,68  | 97,74  | 102,89            | 7,40                   | -8,39  | 0,05   | 5,27              |
| Octubre    | 109,27 | 94,34  | 99,51  | 108,36            | 9,19                   | -13,66 | 5,48   | 8,89              |
| Noviembre  | 109,95 | 92,31  | 101,09 | 106,58            | 11,60                  | -16,04 | 9,51   | 5,43              |
| Diciembre  | 102,66 | 91,95  | 99,85  | 104,29            | 5,67                   | -10,43 | 8,60   | 4,44              |

<sup>a</sup> Datos sujetos a revisión.

Fuente: Banco de la República.

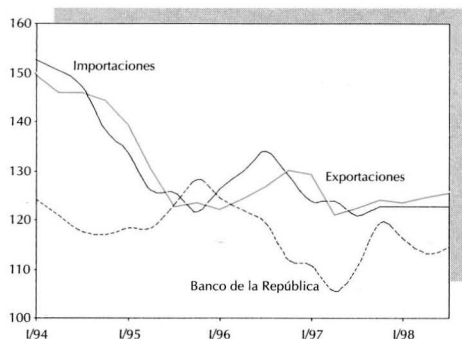
◆ Es importante anotar la fuerte caída de las reservas internacionales en 1998. En efecto, a lo largo del año el Banco de la República tuvo que vender un total de US\$1.064 millones, pese a todos los esfuerzos encaminados a controlar el mercado cambiario, entre los que se destaca el des-

plazamiento de la banda en nueve puntos porcentuales hacia arriba en el mes de septiembre.

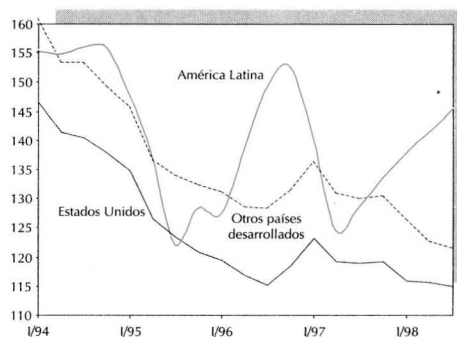
◆ Como consecuencia de la fuerte devaluación nominal de la moneda colombiana ocurrida des-

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

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



**B. Según destino de las exportaciones**  
(Fedesarrollo)



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

de el mes de septiembre y de la reducción en el ritmo de crecimiento de los precios internos, la tasa de cambio real registró un incremento de 9,7 puntos durante el mes de septiembre y llegó hasta un valor de 108,4 en el mes de octubre, el nivel más alto de la presente década. Sin embargo, en el último mes del año el ITCR1 se redujo a 104,29.

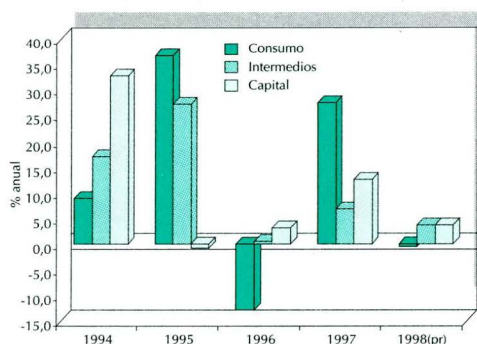
- ◆ En el frente externo, el índice de tasa de cambio real cruzada con el vecino país de Venezuela mostró una tendencia creciente desde el segundo semestre 1996, situación que indica una continua devaluación real del peso colombiano frente al Bolívar y que favorece la venta de nuestros productos y su competitividad en ese mercado. Existen, sin embargo, fuertes expectativas sobre el rumbo que tomará la economía venezolana y en particular sobre la política cambiaria.
- ◆ En contraste, la tasa de cambio cruzada con México permaneció relativamente estable a lo largo del año. No obstante, durante los meses de septiembre y octubre ocurrió una elevación del índice como consecuencia de la devaluación registrada en Colombia, lo que indica que la competitividad de las exportaciones colombianas hacia ese país presentó una mejoría.
- ◆ En el caso de Ecuador, la tasa de cambio cruzada registró un notable ascenso durante los meses de septiembre y octubre, a pesar del desplazamiento de la banda cambiaria ocurrido en el vecino país de 15% el pasado 14 de septiembre.
- ◆ Por su parte, el índice de la tasa de cambio real ponderada tanto por las importaciones como por las exportaciones, se ha mantenido muy estable a lo largo del año al rededor de 123 y 126, respectivamente. En contraste, ha crecido notablemente la ponderación con los países latino-

americanos y ha descendido la tasa ponderada con los Estados Unidos y con otros países desarrollados.

## COMERCIO EXTERIOR

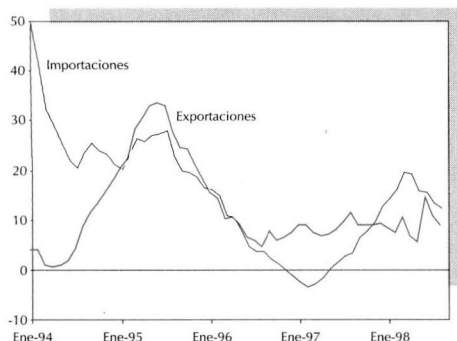
- ◆ Durante el tercer trimestre del año las exportaciones de bienes y servicios crecieron 9,61% con relación al mismo trimestre de 1997 y 5,64% frente al período abril-junio de 1998. Los crecimientos más significativos en el trimestre ocurrieron en el caso de las exportaciones de productos de petróleo refinado (18,64%), muebles (18,21%), petróleo (11,47%), cuero y productos de cuero (11,17%), maquinaria y suministro eléctrico (8,2%) y vidrio y productos de vidrio (2,73%). En contraste, se registraron variaciones negativas en las ventas equipo de transporte (-17,93%), metales comunes (-7,86%) y carbón (-3,45%).
- ◆ A diferencia del comportamiento de las exportaciones, las compras de productos a los mercados extranjeros disminuyeron 2,41% frente al tercer trimestre de 1997. Entre julio y septiembre, las importaciones más dinámicas fueron los productos de cuero, productos químicos básicos elabora-

**Gráfico 13A. IMPORTACIONES POR TIPO DE BIEN 1994 - 1998**



Fuente: Dane.

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



Fuente: Dane.

dos, muebles, impresos y artículos análogos, productos de petróleo refinado y productos de silvicultura. Por otra parte, disminuyeron las compras de animales vivos y productos animales, equipo de transporte, productos agrícolas, carne y pescado, metales comunes y productos metálicos, tejidos de punto o ganchillo, pasta de papel y cartón.

- ◆ Teniendo en cuenta el valor FOB tanto de las exportaciones como de las importaciones, la balanza comercial registrada por el Dane y el Ministerio de Comercio Exterior creció 43,2% entre enero y septiembre de 1998 frente al mismo período del año anterior. En efecto, el saldo de la balanza comercial pasó de US\$1.896,3 millones FOB durante los primeros nueve meses de 1997 a US\$2.716 millones FOB en 1998.
- ◆ Ecuador y Perú fueron los países con los que Colombia tuvo un balance comercial más favorable (US\$197,6 y US\$182,6 millones, respectivamente) y el déficit más alto se registró con los Estados Unidos (US\$857,9 millones).

## EXPORTACIONES

- ◆ De acuerdo con los resultados del Dane en lo concerniente al comercio exterior, hasta el tercer trimestre del año las exportaciones totales disminuyeron 4,0% frente al acumulado durante

## Cuadro 9C. BALANZA COMERCIAL

|                        | Millones de dólares |                         | Variación % |                         |
|------------------------|---------------------|-------------------------|-------------|-------------------------|
|                        | 1997                | Enero - septiembre 1998 | 1997-1996   | Enero - septiembre 1998 |
| Balanza comercial      | -2.727,9            | -                       | 27,3        | -                       |
| Exportación de bienes  | 11.681,0            | 8.166,3                 | 9,7         | -4,0                    |
| Café                   | 2.258,9             | 1.418,7                 | 43,3        | -14,3                   |
| Mineras                | 4.129,2             | 2.575,1                 | -5,1        | -11,5                   |
| Petróleo y derivados   | 2.707,3             | 1.685,7                 | -6,4        | -11,9                   |
| Carbón                 | 886,0               | 709,4                   | 4,3         | 1,7                     |
| Ferroníquel            | 160,6               | 98,6                    | -5,0        | -22,8                   |
| Oro                    | 234,0               | 16,8                    | -12,7       | -74,8                   |
| Esmeraldas             | 141,4               | 64,6                    | -19,0       | -38,0                   |
| Menores                | 5.292,8             | 4.172,5                 | 12,1        | 3,6                     |
| Importación de bienes  | 14.408,9            | 11.597,4                | 12,5        | 4,4                     |
| Derivados del petróleo | 296,5               | 233,5                   | -9,8        | -27,4                   |
| Otras                  | 14.112,4            | 11.363,9                | 13,2        | 5,4                     |

Fuente: Banco de la República y Dane.

los primeros nueve meses de 1997 al pasar de US\$8.502 millones FOB a US\$8.166 millones FOB, respectivamente.

- ◆ La disminución de 4,0% en el crecimiento de las exportaciones se explica por la caída de 11% en las exportaciones tradicionales y, especialmente, por el descenso presentado en las exportaciones de café (14,3%), seguido por la disminución en las ventas externas de petróleo (11,9%). Sin embargo, el incremento de 3,06% en las exportaciones no tradicionales incluyendo oro y esmeraldas evitó una mayor variación negativa en el total de las exportaciones.
- ◆ En lo corrido del año hasta el mes de septiembre las exportaciones de los productos tradicionales sumaron US\$3.912,3 millones, US\$482 millones menos que el monto registrado en igual período de 1997.
- ◆ Al interior de las exportaciones tradicionales, todas registraron disminuciones en sus ritmos de crecimiento con excepción de las ventas de carbón. En efecto, estas últimas crecieron 1,7% en el transcurso de los primeros nueve meses del año debido a que su valor FOB pasó de US\$697,6 millones en 1997 a US\$709,4 millones en 1998 y, de igual manera, aumentaron 11,2% en volumen.
- ◆ Por su parte, la venta de café a los mercados internacionales, registró un deterioro de 14,3% al pasar de US\$1.655,2 millones en 1997 a US\$1.418,7 millones en 1998, situación que aportó 2,8 puntos porcentuales negativos a la variación de las exportaciones totales. En volumen, las exportaciones de café disminuyeron 0,6% durante los primeros nueve meses del año.
- ◆ Las ventas externas de petróleo y sus derivados, aunque crecieron 24,1% en volumen, dismi-

nuyeron su valor en 11,9% como consecuencia de la caída en los precios internacionales. Igualmente ocurrió con el ferroníquel que registró una variación negativa de 22,8% en el valor exportado y, sin embargo, aumentó 10,3% en la cantidad vendida.

- ◆ En cuanto a las exportaciones tradicionales, el mercado de los Estados Unidos fue el principal receptor de estos productos. Las ventas a este país alcanzaron los US\$2.935,6 millones, equivalentes a una participación de 35,9%. Los principales productos exportados al mercado de los Estados Unidos fueron los aceites crudos de petróleo o de minerales bituminosos, café sin tostar ni descafeinar, flores y capullos frescos y rosas frescas. Por su parte, las ventas al mercado venezolano participaron con el 10,9% del total.
- ◆ Las exportaciones no tradicionales fueron las más dinámicas en el período. En conjunto, crecieron 3,6% y, excluyendo las exportaciones de esmeraldas, el oro en bruto sin alear y aleado en estado natural y el oro semilabrado incluido el platinado para uso no monetario, el crecimiento alcanzado fue de 6,0%.
- ◆ En efecto, el 51,1% del total exportado entre enero y septiembre correspondió a exportaciones menores sin incluir oro y esmeraldas, destacándose la venta de productos químicos y de muebles y accesorios.
- ◆ Teniendo en cuenta la composición de las exportaciones no tradicionales según la clasificación CIIU, se destaca la participación de 78,6% de los productos industriales en el total de estas ventas. El desempeño de algunos de los sectores industriales tales como productos alimenticios, bebidas y tabaco y maquinaria y equipo, contribuyó favorablemente a la variación total de las



# Cuadro 10A. EXPORTACIONES MENORES POR REGIONES DE DESTINO

Enero - septiembre 1998 (Miles de dólares FOB corrientes)

| Actividad                                   | Estados Unidos | Aladi sin México | México | Chile   | Grupo Andino sin Venezuela | Venezuela | Unión Europea | Resto de Europa | Japón  | Resto del mundo | Total    |
|---|----------------|------------------|--------|---------|----------------------------|-----------|---------------|-----------------|--------|-----------------|----------|
| Producción agropecuaria                     | 459.165        | 5.320            | 181    | 264     | 2.831                      | 67.728    | 258.860       | 16.331          | 2.340  | 61.611          | 874.631  |
| Caza  | 363            | 6                | 485    | 0       | 0                          | 0         | 331           | 0               | 341    | 4.894           | 6.421    |
| Silvicultura                                | 947            | 7                | 0      | 9       | 1                          | 5         | 608           | 0               | 2      | 33              | 1.611    |
| Extracción de madera                        | 0              | 0                | 0      | 0       | 53                         | 11        | 17            | 0               | 0      | 1.314           | 1.395    |
| Pesca                                       | 1.668          | 6                | 1      | 0       | 1                          | 0         | 480           | 51              | 258    | 494             | 2.959    |
| Explotación de minas de carbón              | 0              | 3                | 0      | 0       | 15                         | 0         | 2.039         | 0               | 0      | 96              | 2.154    |
| Petróleo crudo y gas natural                | 0              | 0                | 0      | 0       | 0                          | 0         | 0             | 0               | 0      | 0               | 0        |
| Minerales metálicos                         | 0              | 0                | 0      | 0       | 0                          | 2         | 0             | 0               | 5.627  | 17              | 5.646    |
| Otros minerales <sup>a</sup>                | 30.329         | 113              | 52     | 53      | 290                        | 1.829     | 5.825         | 6.783           | 16.411 | 5.656           | 67.341   |
| Productos alimenticios excepto bebidas      | 96.817         | 1.838            | 1.874  | 3.681   | 93.524                     | 158.476   | 102.573       | 484             | 7.625  | 120.852         | 587.743  |
| Productos alimenticios diversos             | 19.971         | 817              | 789    | 323     | 10.741                     | 1.364     | 41.177        | 8.179           | 19.386 | 23.006          | 125.753  |
| Bebidas                                     | 1.282          | 44               | 78     | 14      | 6.958                      | 2.287     | 279           | 0               | 38     | 2.053           | 13.032   |
| Tabaco                                      | 3.020          | 1.104            | 0      | 0       | 3                          | 1.622     | 599           | 0               | 0      | 3.304           | 9.652    |
| Textiles                                    | 50.169         | 6.513            | 9.679  | 5.954   | 26.940                     | 50.969    | 21.851        | 1.453           | 23     | 17.215          | 190.767  |
| Prendas de vestir excepto calzado           | 174.394        | 5.708            | 3.572  | 8.977   | 15.034                     | 51.984    | 22.334        | 122             | 65     | 37.190          | 319.380  |
| Cuero y sus productos                       | 29.608         | 75               | 3.111  | 1.015   | 5.066                      | 11.899    | 15.034        | 67              | 527    | 10.777          | 77.180   |
| Calzado excepto el de caucho vulcanizado    | 3.674          | 38               | 290    | 509     | 3.424                      | 6.808     | 5.647         | 67              | 0      | 4.820           | 25.279   |
| Madera y sus productos excepto muebles      | 3.085          | 5                | 197    | 165     | 654                        | 3.776     | 110           | 15              | 0      | 1.568           | 9.575    |
| Muebles y accesorios                        | 3.530          | 131              | 29     | 483     | 1.054                      | 4.901     | 450           | 4               | 0      | 814             | 11.395   |
| Papel y sus productos                       | 5.831          | 3.271            | 1.159  | 3.119   | 42.547                     | 25.630    | 5.417         | 1               | 0      | 14.566          | 101.541  |
| Imprentas, editoriales e industrias conexas | 11.081         | 10.661           | 15.640 | 2.033   | 24.645                     | 23.077    | 1.143         | 9               | 92     | 13.586          | 101.967  |
| Sustancias químicas industriales            | 32.062         | 28.129           | 19.960 | 46.517  | 128.246                    | 91.533    | 18.529        | 773             | 0      | 94.711          | 460.461  |
| Otros productos químicos                    | 107.551        | 6.838            | 14.824 | 11.898  | 99.776                     | 72.385    | 5.893         | 251             | 0      | 42.428          | 361.845  |
| Refinerías de petróleo                      | 7.152          | 4.405            | 42     | 11      | 2.300                      | 1.339     | 5             | 0               | 0      | 7.830           | 23.084   |
| Productos derivados del petróleo y carbón   | 19.861         | 0                | 2.675  | 41      | 1.689                      | 2.600     | 1             | 0               | 0      | 5.148           | 32.015   |
| Productos de caucho                         | 1.770          | 506              | 27     | 2.499   | 17.868                     | 12.841    | 51            | 0               | 0      | 2.627           | 38.190   |
| Productos plásticos                         | 3.583          | 1.859            | 2.356  | 4.088   | 25.547                     | 23.575    | 379           | 76              | 1      | 12.705          | 74.170   |
| Objetos de barro, loza y porcelana          | 2.489          | 79               | 940    | 2.033   | 1.784                      | 8.008     | 1.365         | 59              | 4      | 2.658           | 19.420   |
| Vidrio y productos de vidrio                | 3.033          | 1.769            | 1.648  | 1.432   | 14.624                     | 6.249     | 286           | 0               | 4      | 3.357           | 32.401   |
| Otros productos minerales no metálicos      | 38.070         | 299              | 253    | 1.001   | 14.773                     | 9.284     | 69            | 6               | 28     | 24.358          | 88.141   |
| Industrias básicas de hierro o acero        | 16.137         | 61               | 619    | 1.951   | 13.394                     | 9.742     | 923           | 17              | 0      | 13.637          | 56.480   |
| Industrias básicas de metales no ferrosos   | 20.379         | 149              | 224    | 1.164   | 5.629                      | 7.557     | 4.932         | 34              | 314    | 5.579           | 45.960   |
| Productos metálicos excepto maquinaria      | 10.189         | 1.575            | 3.585  | 2.169   | 21.099                     | 22.297    | 466           | 20              | 3      | 17.237          | 78.640   |
| Maquinaria excepto la eléctrica             | 6.166          | 1.778            | 3.568  | 902     | 11.737                     | 28.075    | 1.321         | 707             | 369    | 17.701          | 72.324   |
| Maquinaria y aparatos eléctricos            | 3.046          | 6.810            | 5.817  | 4.406   | 33.518                     | 59.957    | 337           | 70              | 73     | 17.277          | 131.312  |
| Equipo y material de transporte             | 4.258          | 919              | 220    | 9.495   | 20.837                     | 114.587   | 4.053         | 4.547           | 35     | 4.385           | 163.336  |
| Equipo profesional y científico             | 2.929          | 3.675            | 1.675  | 1.459   | 4.976                      | 2.730     | 1.465         | 181             | 122    | 5.297           | 24.510   |
| Otras industrias manufactureras             | 16.081         | 2.869            | 2.176  | 1.683   | 9.572                      | 6.958     | 2.377         | 755             | 140    | 6.001           | 48.612   |
| Total                                       | 1.189.689      | 97.380           | 97.745 | 119.348 | 661.150                    | 892.086   | 527.226       | 41.063          | 53.830 | 606.803         | 4.286.32 |

<sup>a</sup> Incluye esmeraldas.

Fuente: Dane.



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

| Actividad                                   | Estados Unidos | Aladi sin México | México  | Chile | Grupo Andino sin Venezuela | Venezuela | Unión Europea | Resto de Europa | Japón | Resto del mundo | Total |
|---|----------------|------------------|---------|-------|----------------------------|-----------|---------------|-----------------|-------|-----------------|-------|
| Produccion agropecuaria                     | -4,1           | 76,1             | 369,5   | 36,8  | -32,8                      | 589,0     | -7,1          | -13,7           | 23,2  | 1,3             | 2,1   |
| Caza  | 850,0          | 80,9             | 1,840,8 | -     | -                          | -         | 68,7          | -               | 182,4 | 3,0             | 25,0  |
| Silvicultura                                | -13,9          | 86,8             | -       | 180,1 | -46,7                      | -         | -15,1         | -               | -     | 81,7            | -12,6 |
| Extraccion de madera                        | -99,2          | -                | -       | -     | 296,3                      | -74,2     | -             | -               | -     | 22,9            | 22,8  |
| Pesca                                       | -34,3          | -                | -41,7   | -     | -                          | -         | -5,9          | 30,7            | 84,6  | -1,3            | -21,7 |
| Explotación de minas de carbón              | -              | -                | -       | -     | -72,4                      | -         | -             | -               | -     | -               | -     |
| Petróleo crudo y gas natural                | -              | -                | -       | -     | -                          | -         | -             | -               | -     | -               | -     |
| Minerales metálicos                         | -              | -                | -       | -     | -                          | -         | -             | -               | -14,3 | 84,5            | -14,2 |
| Otros minerales <sup>a</sup>                | -34,4          | -                | -       | 37,4  | -71,6                      | 40,2      | -6,3          | 45,6            | -50,4 | -58,9           | -36,7 |
| Productos alimenticios excepto bebidas      | -17,9          | -61,1            | -83,9   | -34,0 | 46,9                       | 139,7     | 33,6          | 316,7           | -29,7 | -10,7           | 19,3  |
| Productos alimenticios diversos             | 5,0            | -32,1            | -38,2   | -41,3 | -28,0                      | -44,2     | 4,3           | -42,1           | -12,9 | 94,4            | -1,1  |
| Bebidas                                     | -34,3          | -93,7            | 101,9   | -90,7 | -2,9                       | -12,1     | 96,7          | -               | 96,1  | -50,5           | -22,9 |
| Tabaco                                      | -4,2           | 67,1             | -       | -     | -59,4                      | -38,1     | -64,3         | -               | -     | -13,9           | -19,6 |
| Textiles                                    | 7,6            | -13,3            | 79,5    | -19,8 | 1,3                        | -14,9     | -7,3          | 1,7             | -41,5 | -6,7            | -3,1  |
| Prendas de vestir excepto calzado           | -4,8           | -10,1            | 22,7    | -22,1 | -6,9                       | 21,6      | 4,8           | 172,2           | -81,8 | 2,4             | -0,5  |
| Cuero y sus productos                       | 14,4           | -11,3            | 194,7   | 197,5 | 53,6                       | 28,2      | 13,8          | 28,6            | -24,8 | -10,4           | 17,1  |
| Calzado excepto el de caucho vulcanizado    | 12,1           | -65,6            | -       | -56,9 | -48,2                      | 13,7      | -32,5         | -               | -     | -2,5            | -17,1 |
| Madera y sus productos excepto muebles      | 35,1           | 122,4            | 824,9   | 627,8 | 66,4                       | 33,6      | -36,6         | -               | -94,5 | 18,8            | 35,8  |
| Muebles y accesorios                        | 43,1           | -68,0            | -       | -14,0 | 88,1                       | 67,1      | -28,9         | -               | -     | 53,0            | 40,8  |
| Papel y sus productos                       | -29,9          | 62,9             | 5,7     | 30,3  | 14,6                       | -0,6      | 3.680,5       | 240,7           | 20,0  | -19,5           | 6,9   |
| Imprentas, editoriales e industrias conexas | 13,3           | 4,5              | 33,4    | 4,6   | -15,5                      | 51,1      | -7,0          | -45,6           | -6,2  | 15,6            | 11,8  |
| Sustancias químicas industriales            | -51,7          | -23,9            | -2,5    | -21,2 | -15,9                      | -6,3      | 14,7          | -97,7           | -99,3 | 3,8             | -19,8 |
| Otros productos químicos                    | 294,6          | -18,1            | 50,0    | -13,6 | 18,8                       | 2,1       | 0,8           | -96,0           | -58,2 | 39,6            | 41,0  |
| Refinerías de petróleo                      | 135,0          | -33,9            | -1,3    | 53,8  | 6,1                        | -76,6     | -81,0         | -               | -     | 44,2            | 0,0   |
| Productos derivados del petróleo            | 498,2          | -                | 346,4   | 26,0  | 131,6                      | -29,3     | -96,1         | -               | -     | -71,1           | 21,8  |
| Productos de caucho                         | -11,1          | -41,5            | -82,9   | 293,0 | 6,8                        | -22,8     | 16,6          | -96,6           | -     | -31,4           | -6,6  |
| Productos plásticos                         | 33,8           | 1,5              | 168,1   | 11,1  | 11,3                       | 23,2      | -46,8         | 71,4            | -     | 12,4            | 17,3  |
| Objetos de barro, loza y porcelana          | 0,0            | 52,2             | -34,9   | -26,5 | -0,3                       | 33,8      | -34,8         | -13,2           | -72,4 | 7,7             | 1,3   |
| Vidrio y productos de vidrio                | 17,9           | 37,9             | 446,5   | -10,8 | -6,9                       | 80,6      | -             | -28,7           | -23,9 | 2,9             | 14,9  |
| Otros productos minerales no metálicos      | 9,5            | 74,1             | 468,8   | -46,9 | 46,3                       | 1,0       | -42,6         | -               | -     | 9,4             | 12,2  |
| Industrias básicas de hierro o acero        | -2,1           | 43,6             | -60,5   | -11,7 | 80,1                       | -17,9     | -39,8         | 1,165,9         | -     | 47,5            | 12,1  |
| Industrias básicas de metales no ferrosos   | -62,5          | -19,5            | -71,0   | 37,9  | 38,2                       | 40,7      | -59,2         | -97,5           | -     | -34,2           | -47,5 |
| Productos metálicos excepto maquinaria      | -9,2           | 82,3             | 37,6    | -44,7 | -5,7                       | 66,8      | -43,0         | 295,7           | -     | 7,5             | 10,4  |
| Maquinaria excepto la eléctrica             | 35,4           | -20,2            | 124,0   | 7,1   | -16,8                      | 42,5      | -34,9         | 90,5            | -     | 4,3             | 15,9  |
| Maquinaria y aparatos eléctricos            | -45,8          | 20,7             | 50,7    | -13,3 | 5,1                        | 27,9      | 4,1           | 82,7            | -30,6 | 20,4            | 15,4  |
| Equipo y material de transporte             | 19,0           | -21,7            | -17,9   | 468,1 | -4,1                       | 14,8      | -             | -               | 816,8 | 94,4            | 24,9  |
| Equipo profesional y científico             | -25,7          | 2,4              | 103,3   | -8,5  | -9,0                       | 40,8      | 107,1         | -45,5           | 14,5  | 30,0            | 8,6   |
| Otras industrias manufactureras             | 15,4           | 6,8              | 38,4    | 0,4   | 21,8                       | 46,9      | -30,9         | 29,8            | 45,0  | 13,2            | 16,1  |
| Total con esmeraldas                        | -1,7           | -11,2            | 19,1    | -10,3 | 4,5                        | 30,1      | 1,5           | -50,0           | -29,7 | 0,4             | 3,6   |

a Incluye esmeraldas.

Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo.

exportaciones menores. La segunda mejor participación fue la del sector agropecuario (20,8%), debido fundamentalmente a las ventas de la producción agropecuaria y la extracción de madera.

- ◆ De acuerdo con los países de destino, entre enero y septiembre el principal comprador de productos colombianos no tradicionales fue el mercado de los Estados Unidos con US\$1.135,2 millones, seguido por Venezuela con US\$888,5 millones, cuyas participaciones fueron de 26,7% y 20,9%, respectivamente, en el conjunto de las exportaciones menores.

## IMPORTACIONES

- ◆ En lo corrido del año hasta el mes de septiembre, las importaciones totales alcanzaron un valor CIF de US\$11.597,4 millones, equivalentes a un aumento de 4,4% respecto del mismo período de 1997, cuando las compras externas ascendieron a \$11.107,7 millones. En volumen, se registró un aumento de 7,9% al pasar de 10,5 millones de toneladas en 1997 a 11,4 millones de toneladas en el presente año.
- ◆ Teniendo en cuenta la clasificación Cuode, en el transcurso de los primeros nueve meses del año las importaciones más dinámicas fueron las materias primas y productos intermedios que representaron el 42,9% del total, seguidas por las compras de bienes de capital y materiales de construcción (38%) y, finalmente, por los bienes de consumo (19,1%).
- ◆ Pese a la mayor participación de las compras de materias primas y productos intermedios en el total de las importaciones, en lo corrido del año hasta el mes de septiembre éstas registraron un crecimiento de tan sólo 1,0%, resultado de la disminución de 27,4% en la importación de

combustibles y lubricantes. Sin embargo, se destacó el crecimiento del grupo de productos alimenticios (15,3%) y de materias primas para la agricultura (8,0%).

- ◆ Entre enero y septiembre de 1998, el valor CIF de las importaciones de bienes de capital y materiales de construcción aumentó 8,1%, al pasar de US\$4.072,6 millones en 1997 a US\$4.402,9 millones en este año. Se destacaron las compras de bienes de capital para la industria con 11,9% de crecimiento, resultado especialmente del aumento cercano al 42% en las importaciones de equipos fijos y, en menor proporción, de las compras de herramientas (11,9%). Igualmente, importante fue el aumento de 5,4% en las importaciones de equipo de transporte durante los primeros nueve meses del año.
- ◆ En el transcurso del período enero-septiembre las importaciones de bienes de consumo ascendieron a US\$2.210,4 millones, 5,2% por encima del valor registrado en igual período del año anterior, cifra que resultó del 4,2% de crecimiento en los bienes no duraderos y 6,4% en los duraderos. En el primer grupo se destaca el aumento de 37,3% en la importación de tabaco y de 30,2% en productos farmacéuticos y de tocador. En el caso de los bienes duraderos, sobresalió el enorme crecimiento de 132,1% en la importación de armas y equipo militar, y en menor proporción la compra de objetos de adorno personal (8,5%).
- ◆ De acuerdo con la clasificación CIIU, el sector de mayor peso en el total de las importaciones fue el industrial que creció 4,3% durante el período enero-septiembre, seguido por las importaciones de bienes del sector agropecuario con un incremento de 6,0% y por las del sector minero cuya variación negativa fue de 3,8%. Las participaciones respectivas en el total de impor-

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

| Cuode  | Enero - septiembre |            | Variación % |
|--|--------------------|------------|-------------|
|  | 1997               | 1998       | 1998/1997   |
| <b>Bienes de consumo</b>                       | 2.102.079          | 2.210.385  | 5,2         |
| <b>No duraderos</b>                            | 1.224.892          | 1.276.793  | 4,2         |
| Alimentos                                      | 486.775            | 473.759    | -2,7        |
| Bebidas  | 48.156             | 29.821     | -38,1       |
| Tabaco   | 13.679             | 18.784     | 37,3        |
| Farmacéuticos y tocador                        | 259.459            | 337.918    | 30,2        |
| Confecciones                                   | 69.418             | 65.237     | -6,0        |
| Otros no duraderos                             | 347.405            | 351.274    | 1,1         |
| <b>Duraderos</b>                               | 877.187            | 933.592    | 6,4         |
| Utensilios domésticos                          | 39.059             | 36.350     | -6,9        |
| Objetos de adorno personal                     | 84.702             | 91.914     | 8,5         |
| Muebles para el hogar                          | 68.177             | 67.645     | -0,8        |
| Maquinaria y aparatos de uso doméstico         | 160.874            | 168.548    | 4,8         |
| Vehículos de transporte particular             | 492.717            | 495.665    | 0,6         |
| Armas y equipo militar                         | 31.660             | 73.471     | 132,1       |
| <b>Materias primas y productos intermedios</b> | 4.928.064          | 4.979.029  | 1,0         |
| <b>Combustibles y lubricantes</b>              | 321.756            | 233.540    | -27,4       |
| <b>Materias primas para la agricultura</b>     | 352.               | 376.711    | 6,9         |
| Alimentos para animales                        | 132.781            | 139.444    | 5,0         |
| Materias primas para la agricultura            | 219.748            | 237.267    | 8,0         |
| <b>Materias primas para la industria</b>       | 4.253.779          | 4.368.777  | 2,7         |
| Productos alimenticios                         | 586.428            | 676.266    | 15,3        |
| Productos agropecuarios no alimenticios        | 702.221            | 722.402    | 2,9         |
| Productos mineros                              | 1.157.112          | 1.188.637  | 2,7         |
| Productos químicos y farmacéuticos             | 1.808.018          | 1.781.473  | -1,5        |
| <b>Bienes de capital</b>                       | 4.072.610          | 4.402.887  | 8,1         |
| <b>Materiales de construcción</b>              | 301.067            | 255.076    | -15,3       |
| <b>Bienes de capital para la agricultura</b>   | 38.648             | 38.522     | -0,3        |
| Máquinas y herramientas                        | 17.794             | 19.570     | 10,0        |
| Otro equipo para la agricultura                | 5.162              | 5.193      | 0,6         |
| Material de transporte y tracción              | 15.692             | 13.759     | -12,3       |
| <b>Bienes de capital para la industria</b>     | 2.681.735          | 3.001.571  | 11,9        |
| Máquinas y aparatos de oficina                 | 610.211            | 657.747    | 7,8         |
| Herramientas                                   | 54.565             | 61.041     | 11,9        |
| Partes y accesorios de maquinaria industrial   | 209.911            | 183.450    | -12,6       |
| Maquinaria industrial                          | 1.074.133          | 1.059.761  | -1,3        |
| Otro equipo fijo                               | 732.915            | 1.039.572  | 41,8        |
| <b>Equipo de transporte</b>                    | 1.051.160          | 1.107.719  | 5,4         |
| Partes y accesorios de equipo de transporte    | 406.654            | 420.940    | 3,5         |
| Equipo rodante de transporte                   | 621.613            | 669.572    | 7,7         |
| Equipo fijo de transporte                      | 22.893             | 17.207     | -24,8       |
| <b>Diversos</b>                                | 4.929              | 5.122      | 3,9         |
| <b>Total</b>                                   | 11.107.681         | 11.597.424 | 4,4         |

Fuente: Dane.

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

|                                    | Público |       |        | Privado  |          |        | Total    |          |        |
|------------------------------------|---------|-------|--------|----------|----------|--------|----------|----------|--------|
|                                    | 1997    | 1998  | Var. % | 1997     | 1998     | Var. % | 1997     | 1998     | Var. % |
| Bienes de consumo                  | 65,1    | 55,1  | -15,4  | 5,746,2  | 5,083,3  | -11,5  | 5,811,3  | 5,138,4  | -11,6  |
| Duradero                           | 48,6    | 35,7  | -26,5  | 2,787,4  | 2,215,7  | -20,5  | 2,836,0  | 2,251,4  | -20,6  |
| No duradero                        | 16,5    | 19,4  | 17,6   | 2,958,8  | 2,867,6  | -3,1   | 2,975,3  | 2,887,0  | -3,0   |
| Materias primas y productos interm | 348,9   | 228,4 | -34,5  | 6,867,7  | 7,887,5  | 14,8   | 7,216,6  | 8,115,9  | 12,5   |
| Combustibles                       | 264,2   | 179,2 | -32,2  | 108,0    | 215,2    | 99,3   | 372,2    | 394,4    | 6,0    |
| Para agricultura                   | 4,3     | 4,0   | -7,0   | 681,7    | 962,4    | 41,2   | 686,0    | 966,4    | 40,9   |
| Para industria                     | 80,4    | 45,2  | -43,8  | 6,078,0  | 6,709,9  | 10,4   | 6,158,4  | 6,755,1  | 9,7    |
| Bienes de capital                  | 579,8   | 429,8 | -25,9  | 5,178,9  | 4,986,0  | -3,7   | 5,758,7  | 5,415,8  | -6,0   |
| Materiales de construcción         | 24,9    | 5,0   | -79,9  | 301,4    | 379,9    | 26,0   | 326,3    | 384,9    | 18,0   |
| Para agricultura                   | 0,3     | 0,6   | 100,0  | 45,8     | 47,2     | 3,1    | 46,1     | 47,8     | 3,7    |
| Para industria                     | 404,0   | 319,7 | -20,9  | 3,412,2  | 3,240,1  | -5,0   | 3,816,2  | 3,559,8  | -6,7   |
| Equipo de transporte               | 150,6   | 104,5 | -30,6  | 1,419,5  | 1,318,8  | -7,1   | 1,570,1  | 1,423,3  | -9,3   |
| Total importaciones                | 993,8   | 713,3 | -28,2  | 17,792,8 | 17,956,8 | 0,9    | 18,786,6 | 18,670,1 | -0,6   |

Fuente: Instituto Colombiano de Comercio Exterior (Incomex),

taciones fueron 93,2%, 6,1% y 0,5% para cada uno de los sectores.

- ◆ Dentro del grupo de importaciones industriales se destacó la compra de maquinaria y equipo con un crecimiento de 7,7% respecto de 1997, la de textiles y prendas de vestir (8,6%) y la de productos metálicos básicos (6,1%).

- ◆ Los ocho principales socios comerciales de Colombia (Estados Unidos, Venezuela, Japón, Alemania, México, Brasil, España y Canadá) suministraron el 68,8% del total de los bienes importados en el país.
- ◆ Los bienes procedentes de los Estados Unidos sumaron un valor CIF de US\$4.039,1 millones, 5,8% menor al valor registrado en 1997. Sin embargo, estas importaciones representaron el 34,8% del total. Se destacó la compra de emisores y receptores, maíz amarillo, arroz con cáscara,

tortas y demás residuos sólidos de la extracción del aceite de soya y cloruro de vinilo, procedentes del mercado norteamericano. Por su parte, el mercado venezolano participó con el 9,6% del total de importaciones, alcanzando un valor de US\$1.117,8 millones CIF.

## BALANZA DE PAGOS

- ◆ En 1998, como resultado del deterioro en la balanza comercial por US\$714,1 millones frente al año anterior y del desbalance cercano a los US\$3.240 millones en la balanza de servicios, el déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos ascendió a US\$6.100 millones, equivalentes a 6,9% del PIB. Este deterioro deja a Colombia como el país latinoamericano con uno de los peores déficit externos.
- ◆ El déficit de la balanza comercial pasó de US\$2.726 millones a US\$3.440 millones entre

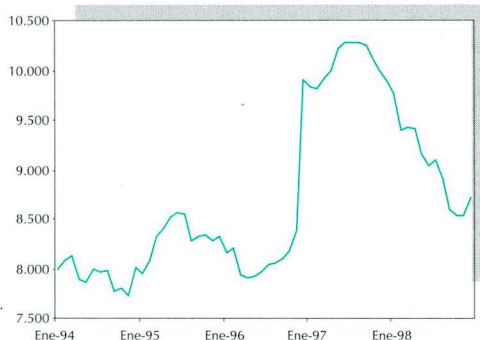
**Cuadro 12A. BALANZA DE PAGOS**  
(Millones de dólares)

|                                     | 1997     | 1998     |              | Tasas de crecimiento |        |
|-------------------------------------|----------|----------|--------------|----------------------|--------|
|                                     |          | DNP      | Fedesarrollo | 97/96                | 98/97  |
| Cuenta Corriente                    | -5.630,1 | -5.737,9 | -6.100,0     | -                    | -      |
| Balanza comercial                   | -2.725,9 | -3.077,5 | -3.440,0     | -                    | -      |
| Exportaciones FOB                   | 11.683,0 | 11.334,6 | 11.111,0     | 9,7                  | -3,0   |
| No tradicionales                    | 5.292,8  | 5.578,4  | 5.573,0      | 12,1                 | 5,4    |
| Tradicionales                       | 6.390,2  | 5.756,2  | 5.538,0      | 7,8                  | -9,9   |
| Hidrocarburos                       | 2.707,6  | 2.420,3  | 2.339,0      | -6,4                 | -10,6  |
| Café                                | 2.258,9  | 1.920,3  | 1.877,0      | 43,3                 | -15,0  |
| Carbón                              | 887,7    | 967,1    | 874,0        | 4,5                  | 8,9    |
| Ferroníquel                         | 160,6    | 126,5    | 127,0        | -5,0                 | -21,2  |
| Oro                                 | 234,0    | 216,0    | 215,0        | -12,7                | -7,7   |
| Esmeraldas                          | 141,4    | 106,1    | 106,0        | -19,0                | -25,0  |
| Importaciones FOB                   | 14.408,9 | 14.412,1 | 14.551,0     | 12,6                 | 0,0    |
| Bienes de consumo                   | 2.769,0  | 2.702,8  | 2.720,0      | 27,6                 | -2,4   |
| Bienes intermedios                  | 6.079,3  | 6.181,4  | 6.174,0      | 6,9                  | 1,7    |
| Bienes de capital                   | 5.560,6  | 5.527,9  | 5.657,0      | 12,7                 | -0,6   |
| Balanza de servicios                | -3.516,1 | -3.236,3 | -3.236,0     | -                    | -      |
| Transferencias netas                | 611,8    | 576,0    | 576,0        | 15,1                 | -5,9   |
| Cuenta de capital                   | 6.269,7  | 4.567,6  | 4.594,0      | -10,0                | -27,1  |
| Capital de largo plazo              | 8.038,6  | 4.497,3  | 4.524,0      | 3,3                  | -44,1  |
| Inversión directa neta y de cartera | 6.508,3  | 3.623,5  | 3.619,0      | 90,5                 | -44,3  |
| Endeudamiento Externo neto          | 1.353,7  | 598,8    | 630,0        | -69,3                | -55,8  |
| Capital de corto plazo              | -1.768,9 | 70,3     | 70,0         | 117,2                | -104,0 |
| Contrapartidas                      | -148,8   | 220,0    | 220,0        | -                    | -      |
| Errores y omisiones                 | -520,8   | 0,0      | 0,0          | -                    | -      |
| Cambio de reservas brutas           | -30,1    | -950,3   | -1.286,0     | -                    | -      |
| Reservas internacionales brutas     | 10.134,6 | 9.184,3  | 8.627,0      | 2,4                  | -9,4   |

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

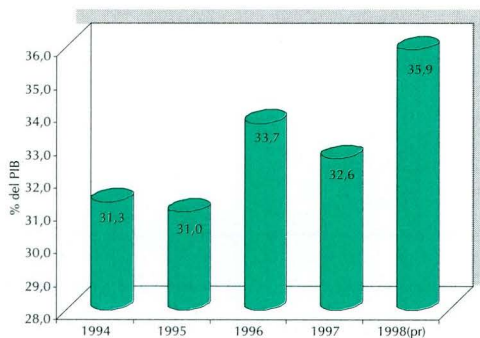
- 1997 y 1998, respectivamente, como resultado de la reducción en las exportaciones en cerca de US\$500 millones, y del descenso menor en las importaciones (cerca de US\$150 millones).
- ◆ Adicionalmente, la balanza de servicios presentó una ligera reducción en su déficit de cerca de US\$280 millones. Este comportamiento fue el resultado de una mayor acumulación de ingresos por concepto de servicios tanto financieros como no financieros y por el incremento cercano a los US\$20 millones en las transacciones petroleras. Además, los egresos financieros y en particular el pago de intereses, se redujeron en cerca de US\$270 millones.
  - ◆ En 1998 la cuenta de capitales registró una disminución de US\$1.676 millones frente a 1997. Para el año completo, Fedesarrollo estima una acumulación de capitales de US\$4.594 millones, resultado de la fuerte reducción de 43,7% en los capitales de largo plazo que pasaron de US\$8.039 millones en 1997 a US\$4.524 en 1998.
  - ◆ A su vez, esta reducción en la cuenta de capital de largo plazo se originó en una drástica disminución de cerca de US\$2.900 millones en la inversión extranjera tanto directa como de cartera, debido a la caída en el nivel de ingresos por concepto de privatizaciones por un valor cercano

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



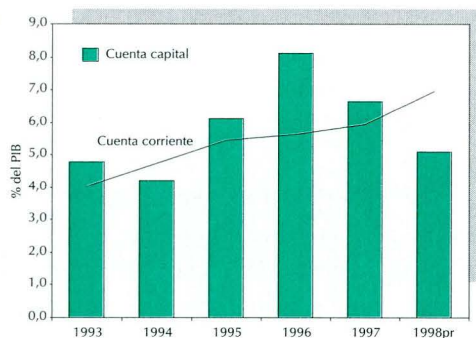
Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 14B. DEUDA EXTERNA (% del PIB)**



Fuente: Banco de la República y Fedesarrollo.

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



Fuente: Banco de la República y Fedesarrollo.

**Cuadro 12B. INDICADORES GENERALES DE BALANZA DE PAGOS**

|                                     | 1996     | 1997     | 1998<br>Fedesarrollo |
|-------------------------------------|----------|----------|----------------------|
| Devaluación real anual (%)          | -9,5     | 8,7      | 0,7                  |
| Deuda externa total (millones US\$) | 29.077,0 | 31.023,0 | 31.618,0             |
| Deuda externa total/PIB (%)         | 33,7     | 32,6     | 35,9                 |
| Deuda externa neta (millones US\$)  | 19.132,9 | 22.089,0 | 22.990,8             |
| Deuda externa neta/PIB (%)          | 22,2     | 23,2     | 26,1                 |
| Déficit corriente/PIB (%)           | 5,6      | 5,9      | 6,9                  |
| Transferencias/PIB (%)              | 0,6      | 0,6      | 0,7                  |
| Reservas en meses de importación    | 9,3      | 8,4      | 5,8                  |
| Importaciones/PIB (%)               | 14,9     | 15,0     | 16,2                 |

Fuente: Banco de la República y proyecciones de Fedesarrollo.

a los US\$2.000 millones y por el menor ritmo de crecimiento del endeudamiento externo neto, especialmente el del sector público. Por su parte, el capital de corto plazo se recuperó en cerca de US\$1.700 millones respecto de 1997.

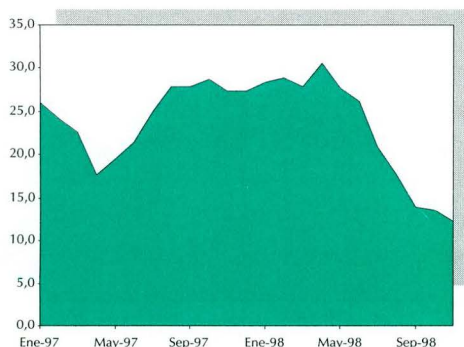
- ◆ Como resultado de la política del Banco de la República referida a la venta de reservas internacionales con el objetivo de mantener la estabilidad en el mercado cambiario y del desajuste en la cuenta corriente y de capitales de la balanza de pagos, Fedesarrollo estima que la desacumulación de reservas fue cercana a los US\$1.300 millones en 1998. En consecuencia, el saldo de reservas al finalizar el año ascendió a cerca de US\$8.627 millones, US\$557 millones menos que lo previsto por el Gobierno. Este nivel de reservas cubre 5,8 meses de importaciones de bienes y servicios.
- ◆ Con estos resultados, el saldo de la deuda externa total para el año completo fue de US\$31.618 millones, equivalentes al 35,9% del PIB y muy similar al monto del endeudamiento ocurrido en 1997 (US\$31.023 millones). Por su parte, la deuda externa neta representó el 26,1% del PIB al alcanzar un valor de US\$22.991 millones.



## IV. Indicadores de la situación fiscal

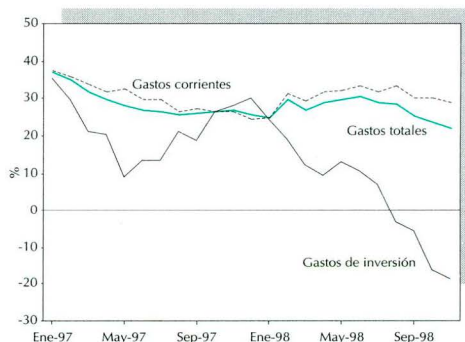
- ◆ En lo corrido del año hasta el mes de noviembre, las operaciones efectivas del Gobierno Central reflejaron un desbalance de \$6,299 miles de millones, cifra superior en \$1.795 mm al déficit registrado para el año completo de 1997. Esta situación se explica por el aumento de 21,4% en los pagos totales frente a un crecimiento de tan sólo 10,4% en los ingresos.
- ◆ Durante los primeros once meses del año, los ingresos tributarios presentaron un crecimiento de 13,8%, mientras que los no tributarios descendieron en 10,2% respecto del mismo período del año anterior. Por su parte, los casi \$21,1 billones en gastos totales fueron superiores en 3,7 billones a los gastos registrados en igual período de 1997 y superiores en 6,1 billones al

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



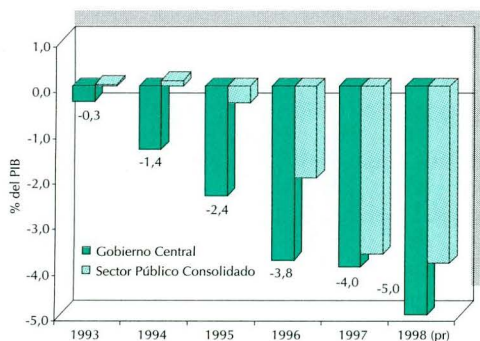
Fuente: Confis.

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



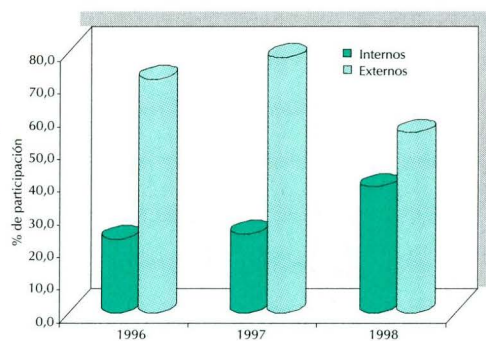
Fuente: Confis.

**Gráfico 15C. FINANZAS DEL SECTOR PÚBLICO (1993 - 1998)**



Fuente: Confis

**Gráfico 15D. RECURSOS DE FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT (1996 - 1998)**



Fuente: Confis

**Cuadro 13A. OPERACIONES EFECTIVAS DEL GOBIERNO CENTRAL**

(Miles de millones de pesos corrientes)

|   | 1997   | Ene-nov 1998 | Proyección | Variación % |               |
|---|--------|--------------|------------|-------------|---------------|
|   |        |              | 1998       | 97/96       | Ene-nov 98/97 |
| <b>Ingresos totales<sup>a</sup></b>                   | 15.283 | 15.074       | 16.958     | 26,8        | 10,4          |
| Ingresos tributarios netos                            | 13.148 | 13.335       | 14.855     | 29,3        | 13,8          |
| Ingresos no tributarios <sup>a</sup>                  | 2.134  | 1.739        | 2.103      | 62,6        | -10,2         |
| <b>Pagos totales</b>                                  | 19.584 | 21.142       | 23.559     | 27,5        | 21,4          |
| Pagos corrientes                                      | 16.414 | 21.142       | 21.087     | 25,8        | 29,4          |
| Intereses   | 2.485  | 3.748        | 3.900      | 32,3        | 69,4          |
| Externos  | 652    | 857          | 901        | 39,5        | 46,4          |
| Internos <sup>b</sup>                                 | 1.811  | 2.891        | 3.000      | 28,3        | 77,9          |
| Otros   | 13.930 | 15.222       | 17.187     | 24,7        | 22,4          |
| Servicios personales                                  | 2.848  | 2.995        | 3.536      | 24,1        | 25,9          |
| Transferencias  | 9.753  | 10.954       | 12.310     | 21,6        | 22,5          |
| Gastos generales <sup>c</sup>                         | 1.329  | 1.273        | 1.340      | 55,7        | 14,1          |
| Pagos de capital                                      | 3.169  | 2.022        | 2.322      | 36,8        | -25,1         |
| <b>Ahorro corriente</b>                               | -1.132 | -6.068       | -4.129     | 11,1        | -300,8        |
| <b>Déficit/superávit sin préstamo neto</b>            | -4.301 | -6.068       | -6.601     | 29,8        | 57,3          |
| Prestamo neto   | 203    | 230          | 325        | -51,5       | -6,1          |
| <b>Déficit/superávit<sup>a</sup></b>                  | -4.504 | -6.299       | -6.926     | 20,6        | 66,5          |
| <b>Financiamiento</b>                                 | 4.504  | 6.299        | 6.926      | 20,6        | -             |
| Crédito externo neto                                  | 1.084  | 2.570        | 2.660      | 0,4         | -             |
| Mediano y largo plazo                                 | 1.084  | 2.570        | 2.660      | 0,4         | -             |
| Desembolsos   | 1.890  | 3.486        | 3.664      | 3,8         | -             |
| Amortizaciones  | 806    | 916          | 1.004      | 8,9         | -             |
| Corto plazo neto                                      | 0      | 0            | 0          | -           | -             |
| Crédito interno neto                                  | 3.518  | 3.498        | 3.815      | 96,4        | -             |
| Desembolsos   | 6.919  | 7.075        | 7.539      | 78,6        | -             |
| Amortizaciones  | 3.401  | 3.577        | 3.724      | 63,3        | -             |
| Privatizaciones                                       | 706    | 0            | 0          | -5,4        | -             |
| Otros recursos  | -803   | 231          | 451        | -786,4      | -             |
| <b>Déficit o superávit / PIB</b>                      | -4,0   | -            | -5,0       | -           | -             |
| <b>Déficit o superávit después de privatizaciones</b> | -3,3   | -            | -5,0       | -           | -             |

<sup>a</sup> Incluye cuenta especial de cambios.<sup>b</sup> Incluye intereses TAN.<sup>c</sup> Incluye compra de equipo militar (crédito de proveedores).

Fuente: Confis.

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

|                                     | 1996              |           | 1997              |           | 1998              |           |
|-------------------------------------|-------------------|-----------|-------------------|-----------|-------------------|-----------|
|                                     | Déficit/superávit | % del PIB | Déficit/superávit | % del PIB | Déficit/superávit | % del PIB |
| Sector eléctrico                    | -57               | -0,1      | -257              | -0,2      | -759              | -0,6      |
| Ecopetrol                           | -265              | -0,3      | -308              | -0,3      | 185               | 0,2       |
| Carbocol                            | 14                | 0,0       | 64                | 0,0       | 44                | 0,0       |
| Telecom                             | 65                | 0,1       | 210               | 0,2       | 139               | 0,1       |
| Metro Medellín                      | 124               | -0,1      | -22               | -0,1      | 52                | 0,0       |
| Resto de entidades descentralizadas | -106              | -0,1      | 142               | 0,1       | -37               | 0,0       |
| Seguridad social                    | 2.057             | 2,3       | 1.493             | 1,4       | 1.704             | 1,4       |
| Regional y local                    | -166              | -0,2      | -1.036            | -1,0      | -64               | -0,1      |
| Entidades no incluidas              | 104               | 0,1       | 46                | 0,1       | 530               | 0,2       |
| Fondo Nacional del Café             | 82                | 0,1       | 181               | 0,2       | 10                | 0,0       |
| Gobierno Nacional                   | -3.353            | -3,8      | -4.504            | -4,0      | -6.926            | -5,0      |
| Gobierno Nacional + Regional        | -3.519            | -3,9      | -5.540            | -5,0      | -6.990            | -5,3      |
| Total                               | -1.749            | -2,0      | -3.992            | -3,7      | -5.123            | -3,9      |
| Total sin Seguro Social             | -3.806            | -4,3      | -5.485            | -5,0      | -6.827            | -5,2      |

Fuente: Confis.

total de ingresos observados para el acumulado enero-noviembre de 1998. El crecimiento de 21,4% en los pagos totales fue el resultado del 77,9% de aumento en el pago de intereses de deuda interna, 25,9% de crecimiento en los servicios personales y 22,5% de aumento en el pago por transferencias.

- ◆ Para el año completo el Gobierno Nacional prevé un desbalance de \$6.926 mm en sus finanzas y de \$5.123 mm en el sector público consolidado, equivalentes al 5,0% y 3,9% del PIB, respectivamente. Se prevé que los ingresos del Gobierno Central alcancen una cifra cercana a los \$17 billones, y de este total, se estima que el 87% sean ingresos tributarios netos. Igualmente, el Confis espera que los gastos totales del Gobierno asciendan a \$23,6 billones, cifra superior en \$4 billones a la registrada en 1997, en respuesta al crecimiento de 65,6% del pago de intereses por deuda interna y el 26,2% de aumento en las transferencias de la Nación. La disminución de 63,5 puntos porcentuales en los gastos de inver-

sión entre 1997 y 1998, refleja la posición del Gobierno tendiente a la reducción de este tipo de gastos para controlar el desbalance de sus finanzas.

- ◆ El Confis estima que al finalizar 1998, cuatro de las entidades oficiales que conforman el sector público no financiero registraron déficits en sus finanzas: el Gobierno Nacional (5,0% del PIB), el Sector Eléctrico (0,56% del PIB), Carbocol (0,05% del PIB) y Telecom (0,04% del PIB). En contraste, el ISS alcanzó un superávit de \$1.704 mm, equivalentes a 1,4% del PIB. Como resultado de estas cifras, se espera que para el total del sector público consolidado el déficit haya ascendido a cerca de cuatro puntos porcentuales del PIB.
- ◆ Frente a esta crítica situación de las finanzas del sector público, el nuevo gobierno presentó al Congreso de la República un paquete de medidas de ajuste fiscal de las cuales, en el mes de diciembre, fueron aprobadas por la Plenaria del Senado una Reforma Tributaria y los denominados "Bonos de Paz".

## V. Situación monetaria y financiera

- ◆ En el transcurso del año, la política monetaria se caracterizó por el fuerte control a la liquidez del mercado monetario para evitar, de esta manera, presiones en el mercado cambiario. Esto se reflejó en el comportamiento de los agregados monetarios. En efecto, la liquidez secundaria definida como los medios de pago menos la base monetaria fue el indicador que más cayó en lo corrido del año hasta el mes de noviembre con una tasa de -25,5%.
- ◆ Por su parte, los medios de pago pasaron de \$10.948,3 mm en el mes de diciembre de 1997 a \$8.776 mm en noviembre de 1998, lo que representó un descenso de 19,8% en este indicador. Esto se explica fundamentalmente por el deterioro de 23% en los depósitos en cuenta corriente y, en menor ritmo pero igualmente significativo, por la reducción de 14,8% en el efectivo en circulación.
- ◆ Por su parte, la base monetaria disminuyó 18% en el período enero-noviembre de 1998, como consecuencia de la caída superior al 21% en las reservas bancarias y de 14,8% en el efectivo total.

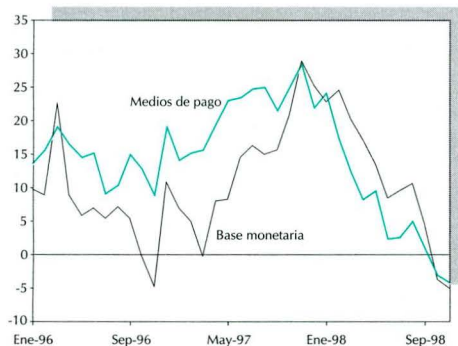
**Cuadro 14A. OFERTA MONETARIA**  
(Tasas anuales de crecimiento)

|   | Diciembre | Noviembre |       | Enero-noviembre |
|---|-----------|-----------|-------|-----------------|
|   | 1997      | 1997      | 1998  | 1998/1997       |
| <b>Indicadores</b>                          |           |           |       |                 |
| Base monetaria                              | 25,0      | 28,7      | -5,2  | -18,0           |
| Efectivo                                    | 26,6      | 30,6      | 7,1   | -14,8           |
| Reserva bancaria                            | 23,5      | 27,2      | -15,5 | -21,2           |
| Liquidez secundaria                         | 12,5      | 26,8      | -1,8  | -25,5           |
| Medios de pago                              | 21,7      | 28,3      | -4,5  | -19,8           |
| Efectivo en poder del público               | 26,6      | 30,4      | 7,2   | -14,8           |
| Cuentas corrientes                          | 19,0      | 27,0      | -10,8 | -22,9           |
| Cuasidineros <sup>a</sup>                   | 26,3      | 36,9      | 18,0  | 14,1            |
| Oferta monetaria ampliada (M2) <sup>a</sup> | 25,1      | 34,9      | 13,0  | 5,6             |
| <b>Coefficientes</b>                        |           |           |       |                 |
| Multiplicador monetario                     | 1,3       | 1,3       | 1,3   | -2,2            |
| Efectivo/cuentas corrientes                 | 0,6       | 0,4       | 0,3   | -42,6           |
| Reserva/cuentas corrientes                  | 0,6       | 0,5       | 0,3   | -47,0           |
| Cuasidineros/M1                             | 3,0       | 3,5       | 4,3   | 42,3            |

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

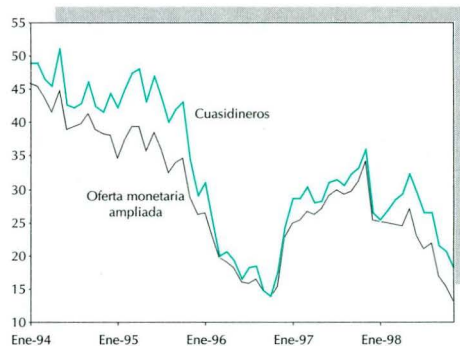
Fuente: Banco de la República

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



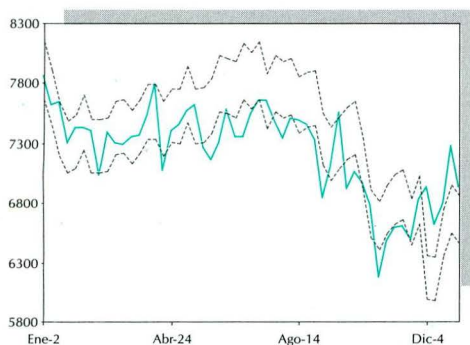
Fuente: Banco de la República.

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



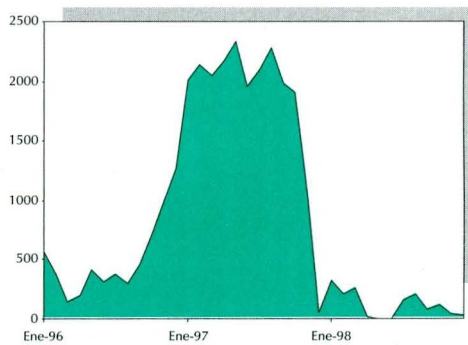
Fuente: Banco de la República.

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



Fuente: Banco de la República.

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



Fuente: Banco de la República.

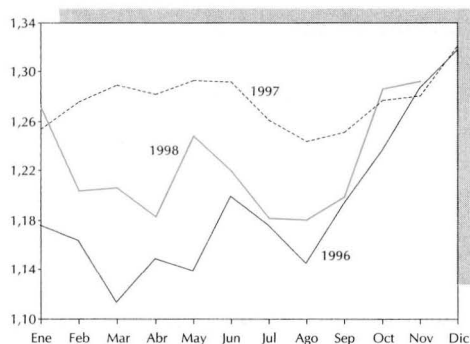
- ◆ En lo corrido del año hasta el mes de noviembre, sobresalió el dinamismo de 14,1% en los cuasidineros, explicado fundamentalmente por el crecimiento registrado en la captación de recursos a través de los certificados de depósito a término en respuesta a las altas tasas de interés del mercado.
- ◆ Durante el mes de noviembre, el mayor deterioro en los indicadores monetarios se registró en la reserva bancaria (-15,5%) frente al crecimiento

positivo de 27,2% ocurrido en el mismo mes del año anterior. Igualmente se destacó la caída de 10,8% en las cuentas corrientes y de 5,2% en la base monetaria.

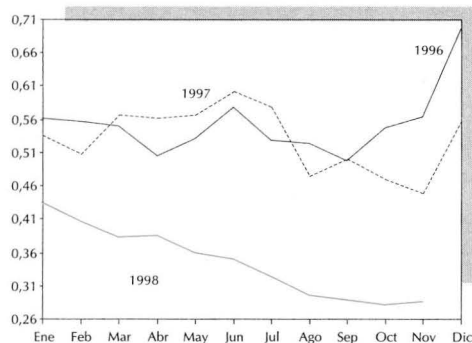
- ◆ Uno de los sectores más afectados por la crítica situación económica del país fue el sector financiero, situación que se refleja claramente en el deterioro de la cartera de los intermediarios financieros, en el aumento de los bienes dados en pago y en la reducción de sus utilidades.

**Gráfico 17. COEFICIENTES MONETARIOS**  
Enero 1996 - noviembre 1998

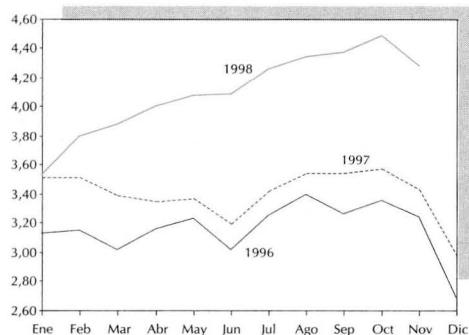
**A. Multiplicador monetario**



**B. Relación efectivo/cuentas corrientes**



**C. Relación cuasidineros/medios de pago**



Fuente: Banco de la República.

- ◆ En respuesta a esta situación y con el fin de evitar una crisis del sector financiero, el Gobierno decretó el 17 de noviembre la Emergencia Económica haciendo uso de sus facultades constitucionales. Las medidas se concentraron en el área de las Cooperativas, de los deudores hipotecarios, y de los intermediarios financieros y, el conjunto de medidas se financiará a través de un impuesto a las transacciones financieras del 2 por 1000, con lo cual el Gobierno espera recaudar una suma cercana a los 2 billones de pesos.

**TASAS DE INTERES Y MARGEN DE INTERMEDIACION**

- ◆ El presente año se caracterizó por las altas tasas de interés respecto de años anteriores, como resultado de las medidas adoptadas por el Banco de la República y de las crecientes necesidades de financiamiento del sector público. Sin embargo, en los últimos meses del año la tendencia alcista cedió ligeramente.

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

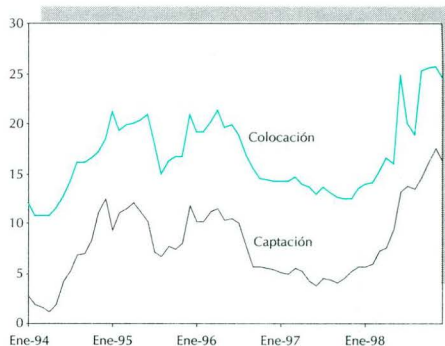
| Fin de      | Captación | Colocación | Margen de intermediación |
|-------------|-----------|------------|--------------------------|
| 1996        | 31,15     | 42,05      | 10,90                    |
| 1997        | 24,13     | 34,26      | 10,13                    |
| <b>1998</b> |           |            |                          |
| Enero       | 24,58     | 34,08      | 9,51                     |
| Febrero     | 25,04     | 34,52      | 9,48                     |
| Marzo       | 27,97     | 37,19      | 9,22                     |
| Abril       | 29,87     | 40,51      | 10,65                    |
| Mayo        | 32,03     | 39,73      | 7,70                     |
| Junio       | 36,56     | 50,47      | 13,91                    |
| Julio       | 36,83     | 44,10      | 7,27                     |
| Agosto      | 35,01     | 41,21      | 6,20                     |
| Septiembre  | 34,98     | 48,98      | 12,38                    |
| Octubre     | 35,97     | 46,84      | 10,87                    |
| Noviembre   | 36,76     | 45,98      | 9,22                     |
| Diciembre   | 35,66     | 44,65      | 8,99                     |

Fuente: Banco de la República.



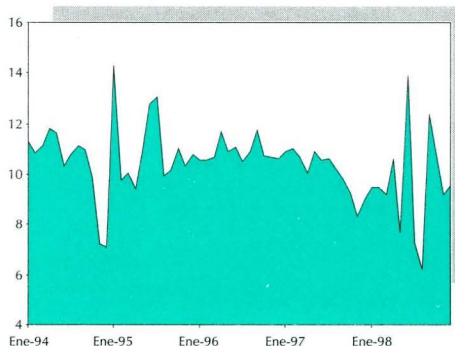
- ◆ Como consecuencia de las medidas adoptadas por el Emisor, las tasas de las operaciones Repo llegaron a niveles del 80% a mediados del año. Sin embargo, éstas se redujeron paulatinamente hasta alcanzar niveles de 26% al finalizar el año como consecuencia de la decisión de inyectar un mayor volumen de liquidez a la economía.
- ◆ Por otra parte, la creciente necesidad de financiación por parte del Gobierno también presionó el alza en las tasas de interés. Además de competir por recursos con el sector privado en un mercado restringido, la escasez de recursos dificultó la colocación de TES y obligó al Gobierno a incrementar la rentabilidad de los mismos. En efecto, la tasa de los TES pasó de 30,31% en la primera semana de abril de 1998 a 36,4% al iniciarse el mes de septiembre. Hacia finales del año, la mayor disponibilidad de recursos permitió nuevamente su descenso hasta niveles cercanos al 33,5% como el observado a finales del mes de diciembre.
- ◆ La situación más crítica de las altas tasas de interés se registró durante el mes de septiembre cuando la tasa de captación DTF a tres meses aumentó cerca de 11 puntos porcentuales frente al mes de enero y la tasa de colocación lo hizo en 13 puntos. Este comportamiento condujo a que el margen de intermediación financiera pasara de 9,51% en enero a 12,4% el noveno mes del año.
- ◆ Durante el mes de diciembre, la tasa DTF promedio se ubicó en 35,7% y la tasa de colocación disminuyó a niveles del 44,7% y, en consecuencia, el margen de intermediación financiera se redujo a 9,0%, 1 punto porcentual por encima del margen registrado en el mismo mes de 1997.
- ◆ Después de ubicarse en niveles cercanos al 70%, desde el pasado mes de octubre la tasa inter-

**Gráfico 18A. TASA REAL DE INTERÉS DE CAPTACIÓN Y COLOCACIÓN (Ene 1994 - dic 1998)**



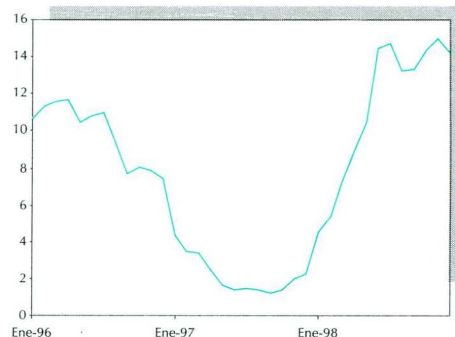
Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 18B. MARGEN DE INTERMEDIACIÓN Enero 1994 - diciembre 1998**



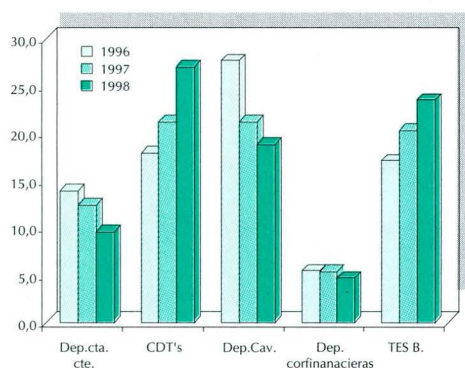
Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 18C. DIFERENCIAL DE INTERESES CORREGIDO POR PENDIENTE DE BANDA CAMBIARIA Enero 1996 - diciembre 1998**



Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

**Gráfico 19. PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS A NOVIEMBRE**  
(Distribución porcentual)



Fuente: Banco de la República.

bancaria ha podido estabilizarse al rededor del 30%, nuevamente debido al impacto de las medidas adoptadas por el Banco de la República tendientes a proporcionar mayor liquidez al mercado en los últimos días del año.

- ◆ Se espera que la tendencia a la baja de las tasas de interés se mantenga, no sólo como consecuencia de las medidas adoptadas por el Emisor, sino además por el compromiso adquirido por los bancos en esta dirección. El propósito de los bancos y el Emisor es que las tasas de interés caigan alrededor de diez puntos antes de finalizar el primer semestre de 1999.

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

|  | Noviembre |        | Variación % |       |               |
|--|-----------|--------|-------------|-------|---------------|
|  | 1997      | 1998   | 97/96       | 98/97 | Ene-nov 98/97 |
| <b>Efectivo en poder del público</b>       | 3.252     | 3.485  | 30,4        | 7,1   | -14,8         |
| <b>Sistema financiero</b>                  | 36.325    | 41.003 | 37,5        | 12,9  | 6,6           |
| Depósitos en cuenta corriente <sup>a</sup> | 5.919     | 5.279  | 27,0        | -10,8 | -22,9         |
| Depósitos de ahorro                        | 6.491     | 6.706  | 61,3        | 3,3   | 0,6           |
| Certificados de depósito a término         | 10.130    | 14.919 | 68,4        | 47,3  | 56,7          |
| Bancos                                     | 8.172     | 12.346 | 83,4        | 51,1  | 48,6          |
| Corporaciones financieras                  | 1.958     | 2.573  | 25,7        | 31,4  | 18,8          |
| Depósitos CAV                              | 10.110    | 10.414 | 8,6         | 3,0   | -0,3          |
| Captación compañías, de financ. comercial  | 2.579     | 2.623  | 40,2        | 1,7   | 0,6           |
| Cédulas Hipotecarias                       | 1.096     | 1.062  | 89,6        | -3,1  | -5,9          |
| <b>Sector público</b>                      | 10.248    | 13.645 | 63,7        | 33,1  | 35,0          |
| Certificados eléctricos valorizables y TER | 65        | 154    | 140,7       | 136,9 | -             |
| T.E.S. B <sup>b</sup>                      | 9.694     | 13.002 | 68,7        | 34,1  | 35,2          |
| Títulos cafeteros y otros                  | 489,0     | 489,0  | 0,6         | 0,0   | 0,0           |
| <b>Banco de la República</b>               | 1.222     | 684    | 24,1        | -44,0 | 16,9          |
| Certificados de cambio                     | 1         | 1      | 0,0         | 0,0   | 8,5           |
| Operaciones de mercado abierto             | 1.027     | 40     | 4,4         | -96,1 | -26,5         |
| Títulos de participación                   | 1.027     | 40     | 4,4         | -96,1 | -26,5         |
| Títulos canjeables <sup>b</sup>            | 0         | 0      | -           | -     | -             |
| Operaciones repos                          | 9         | 514    | -           | -     | 31,5          |
| Títulos de fomento                         | 0         | 0      | -           | -     | -             |
| Otras operaciones con títulos              | 185       | 129    | -           | -30,0 | -16,0         |

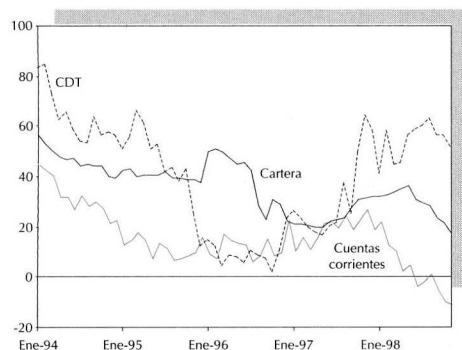
<sup>a</sup> Incluye únicamente depósitos en cuenta corriente en el sistema bancario.

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

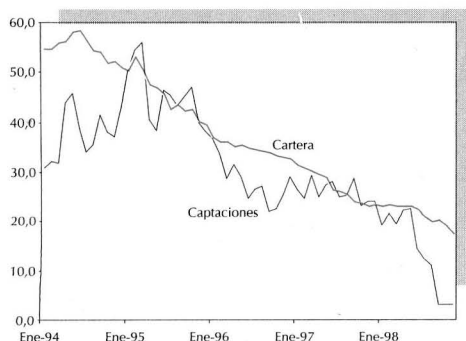
Fuente: Banco de la República.

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

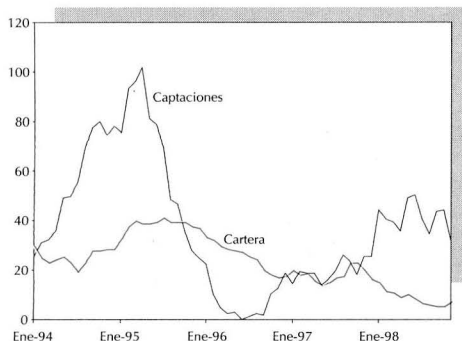
**A. Bancos**



**B. Corporaciones de ahorro y vivienda**



**C. Corporaciones financieras**



Fuente: Banco de la República.

**PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS**

- ◆ Consecuentemente con el comportamiento registrado en meses anteriores, durante el mes de noviembre se deterioraron nuevamente todos los activos financieros, con excepción de los depósitos de las CAV que aumentaron cerca de seis puntos porcentuales respecto del mismo mes del año anterior.
- ◆ En el caso de los activos del sistema financiero, se destaca la variación negativa de 10,8% en los depósitos en cuenta corriente y de ahorro tradicional. Este último perdió 58 puntos porcentuales de diferencia frente al mes de noviembre de 1997. En el acumulado hasta el onceavo mes del año, el crecimiento de estos activos alcanzó el 6,6%, como consecuencia del descenso en las cuentas corrientes (-22,9%) y de la reducción en los depósitos a término y las captaciones de las CAV.
- ◆ Por su parte, los activos del sector público registraron un crecimiento de 33,1% durante el mes de noviembre, cerca de la mitad del incremento observado en el mismo mes de 1997, debido especialmente a la disminución en el crecimiento de los TES. En lo corrido del año hasta el mes de noviembre, el aumento de los activos financieros públicos fue de 35%.
- ◆ Los activos financieros más afectados en el mes fueron los del Banco de la República. En efecto, el deterioro alcanzó el 44% frente a un crecimiento positivo de 24,1% en 1997 y se explica por el descenso cercano al 100% en las operaciones de mercado abierto (hasta el mes de noviembre, el saldo de las OMA fue de \$40 mil millones). Sin embargo, en el acumulado hasta el mes de noviembre, el crecimiento en los activos del Banco llegó a 16,9% y la variación negativa de las OMA fue de 26,5% respecto del período enero-noviembre del año anterior.

## VI. Indicadores de precios

- ◆ En el transcurso de los primeros seis meses de 1998, el comportamiento de los precios medido tanto por el índice de precios al consumidor como por el índice de los precios al productor, se caracterizó por ser de los más elevados de los últimos años. Esta situación se explicó fundamentalmente por el alto crecimiento de los precios de los alimentos causado por los efectos climáticos del Fenómeno del Pacífico.
- ◆ Sin embargo, en lo corrido del segundo semestre de 1998, la inflación presentó una tendencia descendente como consecuencia de las mayores cosechas de alimentos originadas por la estabilización del ciclo de lluvias en las zonas productivas del país y, adicionalmente, por la desaceleración de la demanda interna. Precisamente, este descenso en los precios permitió que al finalizar el año la inflación fuera de 16,7%, cercana a la meta de 16% establecida por el gobierno para 1998.
- ◆ Durante el mes de diciembre, los precios al consumidor aumentaron 0,91%, comportamiento que llevó a un acumulado de 16,7% para el año

completo. Esta cifra se ubica 0,98 puntos porcentuales por debajo del resultado para 1997 (17,68%).

- ◆ Durante el mes de diciembre, el mayor aumento de precios respecto del mes de noviembre ocurrió en los rubros de vivienda (1,57%), transporte (1,16%) y otros gastos (0,95%) con aportes de 0,55, 0,08 y 0,07 puntos porcentuales, respectivamente, a la variación total del IPC en el último mes del año. En contraste, los precios de la salud, vestuario y calzado, alimentos y educación, aumentaron por debajo del promedio nacional con crecimientos de 0,55%, 0,53%, 0,46% y 0,13%, respectivamente, aportando en conjunto 0,2 puntos porcentuales a la variación del índice.
- ◆ En 1998 todos los grupos que conforman la muestra de la canasta familiar, con excepción de otros gastos, registraron variaciones en sus precios por debajo de las observadas durante 1997. Entre enero y diciembre, los sectores de salud, varios, transporte y educación se ubicaron por encima del promedio nacional con aumentos de 20,63%, 20,24%, 20,19% y 18,55%, respectivamente. En conjunto, estos rubros aportaron 5,7 puntos porcentuales a la variación acumulada de los precios. En contraste, vivienda (16,57%), alimentos (15,68%) y vestuario (7,81%), presentaron crecimientos por debajo del total nacional.
- ◆ Los subgrupos que acumularon los mayores aumentos de precios durante 1998 frente a 1997 fueron bebidas y tabaco (24,42%), combustibles y servicios públicos (26,04%), instrucción y enseñanza (21,98%), carnes (21,74%), servicios médicos (21,26%), transporte público (21,06%), artículos de limpieza (20,90%), productos lác-

**Cuadro 15A. INFLACION POR SECTORES (%)**

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

Fuente: Dane.

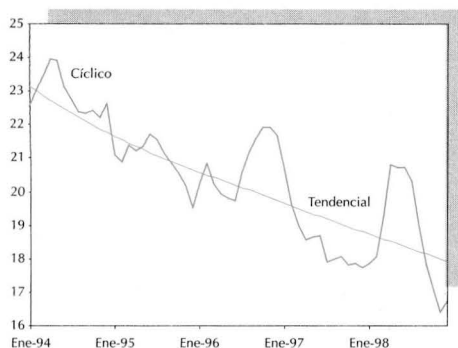
teos, grasas y huevos (20,84%), alimentos varios (20,05%), drogas (19,84%), transporte personal (18,55%), artículos escolares (17,28%) y cereales (16,75%).

- ◆ Por su parte, la inflación básica registró una tendencia descendente desde el segundo semestre de 1997, y hasta el mes de diciembre de 1998 se estabilizó al rededor del 15% y posiblemente si-

ga disminuyendo en respuesta a la caída en la demanda interna.

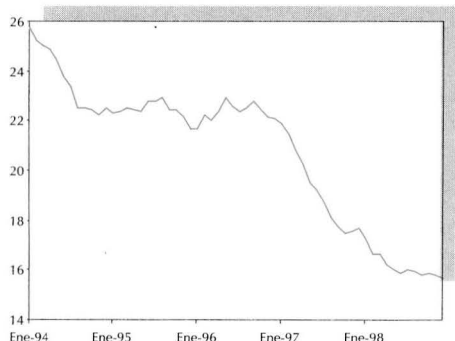
- ◆ Teniendo en cuenta la clasificación de la inflación por tipo de bien, sobresale la importante caída en los precios de los bienes transables -es decir, aquellos que se comercializan- en 5,4 puntos porcentuales en el segundo semestre del año. En menor proporción, pero igualmente significativa,

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



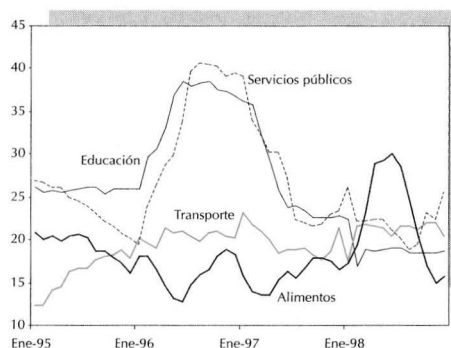
Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo.

**Gráfico 21B. INFLACION BASICA\* Enero 1994 - diciembre 1998**



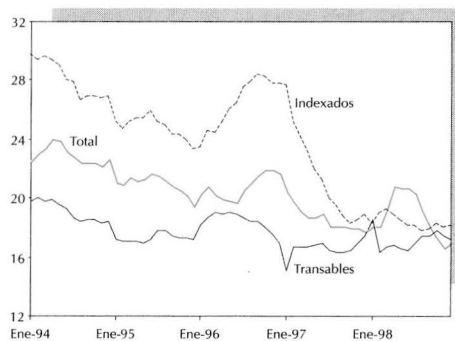
\*Inflación básica: inflación excluyendo alimentos, servicios de transporte y comunicaciones, combustibles y servicios, y gasolina para vehículo.  
Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo con base en metodología del DNP.

**Gráfico 21C. INFLACION POR SECTORES Enero 1995 - diciembre 1998**



Fuente: Dane.

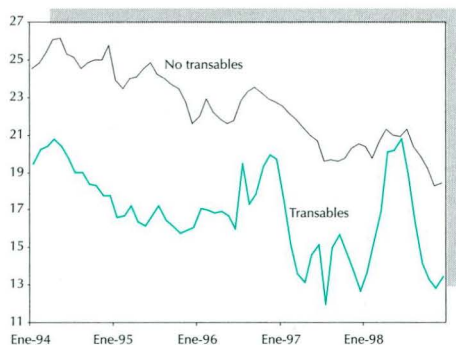
**Gráfico 21D. INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (Variación anual) Ene 1994 - dic 1998**



Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo.

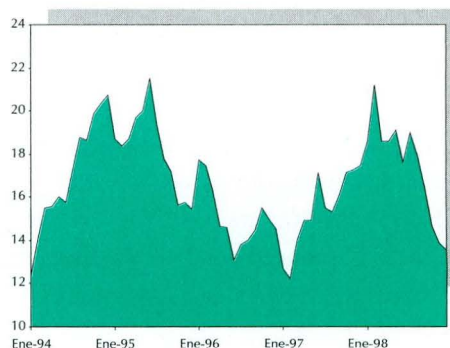


**Gráfico 21E. INFLACION POR TIPO DE BIENES**  
Enero 1994 - diciembre 1998



Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

**Gráfico 21F. INDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR**  
Enero 1994 - diciembre 1998



Fuente: Banco de la República.

fue la reducción en tres puntos porcentuales de los bienes no transables durante el mismo período del año.

- ◆ Consecuentemente con el comportamiento de los precios al consumidor, los precios al productor también registraron un notable y continuo descenso desde el pasado mes de mayo y, para el año completo de 1998, la variación de este índice

fue de 13,5%, inferior en 3,2 puntos porcentuales a la variación del IPC.

- ◆ Durante 1998, los precios de la agricultura, silvicultura y pesca medidos por el IPP crecieron 10% y los de la industria manufacturera lo hicieron en 15,5%.
- ◆ En contraste, los precios de la minería fueron los más deprimidos. En efecto, entre enero y diciem-

**Cuadro 15B. INDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR**  
(Tasas anuales de crecimiento)

|                | Procedencia de los bienes |                         |            |            |                     | Uso o destino económico de los bienes <sup>a</sup> |                            |                      |                            |
|----------------|---------------------------|-------------------------|------------|------------|---------------------|--|----------------------------|----------------------|----------------------------|
|                | Total                     | Producidos y consumidos | Importados | Exportados | Exportados sin café | Consumo intermedio <sup>b</sup>                    | Consumo final <sup>b</sup> | Formación de capital | Materiales de construcción |
| Diciembre 1994 | 20,7                      | 22,3                    | 10,5       | 39,4       | 9,4                 | 21,8   | 21,6                       | 12,7                 | 14,6                       |
| 1995           | 15,4                      | 14,8                    | 19,8       | 4,3        | 23,8                | 15,6   | 15,8                       | 14,2                 | 14,7                       |
| 1996           | 14,6                      | 15,8                    | 6,1        | 7,5        | 9,9                 | 12,5   | 17,9                       | 11,8                 | 14,4                       |
| 1997           | 17,5                      | 17,7                    | 15,9       | 36,5       | 21,8                | 16,6   | 19,3                       | 13,3                 | 17,5                       |
| Diciembre 1997 | 17,5                      | 17,7                    | 15,9       | 36,5       | 22,0                | 16,6   | 19,3                       | 13,3                 | 17,5                       |
| 1998           | 13,5                      | 13,6                    | 12,6       | 4,3        | 16,2                | 12,2   | 15,2                       | 14,5                 | 12,4                       |

<sup>a</sup> Adaptación del Banco de la República de los grupos según uso o destino económico, utilizados por la Cepal.

<sup>b</sup> Denominado en el IPM materias primas.

Fuente: Banco de la República.



bre, éstos descendieron 8,2% frente a 1997, como resultado de la caída en los precios del petróleo, gas y carbón.

- ◆ Teniendo en cuenta la procedencia de los bienes, el mayor incremento entre enero y diciembre de 1998 se presentó en el caso de los bienes exportados sin café (16,2%), seguido por el de los bienes producidos y consumidos (13,6%) y en menor ritmo, los bienes importados (12,6%) y los exportados (4,3%).

- ◆ Según el uso o destino económico, los precios de los bienes de consumo final fueron los más altos en 1998 con un incremento de 15,2%, inferior en cerca de cuatro puntos porcentuales al crecimiento registrado en 1997 (19,3%). En segundo lugar se ubica el aumento de los precios de los bienes que componen la formación de capital (14,5%) y también se destaca el comportamiento de los precios de los materiales para la construcción (12,4% frente a 17,5% observado en 1997).

**Some univariate time series properties of output**

*Luis Eduardo Arango Thomas*

**El efecto colegio sobre la variabilidad del rendimiento en matemáticas**

*Elkin Castaño Vélez*

**Modelization of urban sustainability**

*Loli García*

**La gestión económica de los recursos naturales y sus críticos**

*Carlos Mario Gómez Gómez*

**La educación superior: crecimiento y desarrollo. Calidad, financiamiento y eficiencia en Colombia**

*Germán Darío Valencia A.*

*Juan Carlos Arango Q.*

**Indicadores: Justicia y criminalidad**

**Reseñas**

---

# LECTURAS DE ECONOMIA

---

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

**49**

**Julio-Diciembre  
1998**

## **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

E-mail: [lecturas@caribe.udea.edu.co](mailto:lecturas@caribe.udea.edu.co)

Medellín. Colombia. Suramérica.

# **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, María C. Tavares, Edelberto Torres-Rivas, Juan Velarde Fuertes, Luis Yáñez-Barnuevo.

Director: Osvaldo Sunkel

Secretario de Redacción: Carlos Abad

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

Número 19

Enero-Junio 1991

### SUMARIO

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

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

- Luiz Carlos Bresser 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.
- Víctor 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.
- Piero Gleijeses, Reflexiones sobre la victoria de los Estados Unidos en Centroamérica.
- Jorge Grandi, Las dimensiones del Mercado Unico Europeo y América Latina: Implicaciones y reflexiones sobre algunos interrogantes.

##### FIGURAS Y PENSAMIENTO: Homenaje a Aníbal Pinto

- Diez años después, Angel Serrano, Pedro Pablo Kuczynski, Rodolfo Rieznik y Carlos Abad.
- Discurso pronunciado en la Universidad 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 Alfaro 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. LA ECONOMIA EN 1998

La tendencia a la recuperación que presentó la economía en 1997 se revirtió nuevamente durante 1998. Dado el desajuste macroeconómico interno y la crisis en el ámbito internacional, el dinamismo en el crecimiento del producto que se presentó en los dos últimos trimestres de 1997 de 4,4% y de 5,4%, respectivamente, y en el primer trimestre de 1998 de 5,7% no era sostenible. En efecto, en el tercer trimestre de 1998 el PIB de la economía tuvo una caída abrupta y sólo creció 0,12%. Para el total del año, después de que el producto aumentara a una tasa de 3,06% en el total de 1997, para 1998 se espera un crecimiento de apenas 1,7% según estimaciones de Fedesarrollo y de 1,8% según proyecciones del Gobierno.

La desaceleración de la economía durante el año de 1998 fue el resultado de un desajuste tanto de variables internas como externas. Desde la perspectiva doméstica, el aumento de las tasas de interés y la iliquidez del mercado, en buena parte como consecuencia del creciente déficit del Gobierno y

de las fuertes presiones experimentadas en el mercado cambiario, fueron quizás los factores que más influyeron en este comportamiento. En el frente externo, incidieron la caída de los precios del petróleo y del café, así como la crisis del sudeste Asiático y posteriormente de Rusia. Si bien es cierto que estos acontecimientos no se han manifestado de manera directa sobre nuestra economía puesto que el intercambio comercial de Colombia con dichos países es muy pobre, sí lo han hecho en forma indirecta, a través de otros canales entre los cuales sobresalen las restricciones en el mercado internacional de capitales, la desaceleración de la economía mundial, la caída del precio internacional de algunos de nuestros principales productos de exportación y las fuerzas devaluacionistas en la región latinoamericana.

En el frente fiscal, se continuó observando un elevado déficit que alcanzó una cifra de 3,9% del PIB para el sector público consolidado (de acuerdo con las últimas proyecciones del Gobierno), como consecuencia de un alto crecimiento del gasto y de una desaceleración en el ritmo de recaudo de impuestos.



Adicionalmente, se presentaron a lo largo del año serios problemas de financiación, los cuales se vieron agravados por la restricción de recursos tanto en el mercado doméstico como en el internacional. Por otra parte, en el frente monetario se observó durante todo el año una fuerte contracción de los agregados monetarios (en especial por la fuerte demanda de dólares que condujo a una caída de las reservas internacionales) y tasas de interés bastante elevadas, situación que contrasta con la tendencia de finales de 1997. Sin embargo, también se presentaron recurrentemente intentos de proveer mayor liquidez a la economía con el fin de reducir los intereses.

En materia cambiaria, el mercado presenció un alza constante y permanente de la tasa de cambio (hasta el mes de diciembre se devaluó 17,5% en términos nominales frente a diciembre de 1997) como resultado de fuertes expectativas devaluacionistas. De hecho, el Banco de la República tuvo que intervenir en repetidas ocasiones para defender el límite superior de la banda cambiaria con medidas como la restricción de liquidez, el incremento de las tasas de interés y la venta de reservas internacionales. En efecto, la pérdida de reservas fue significativa (cerca de US\$1.064 millones hasta el mes de diciembre), hasta el punto que las autoridades consideraron necesario desplazar hacia arriba la banda cambiaria nueve puntos porcentuales a principios del mes de septiembre. Adicionalmente, como resultado en buena parte de la iliquidez del mercado y de elevadas tasas de interés, se agravó la crisis del sistema financiero.

En cuanto al empleo, la tasa de desempleo de la economía mantuvo su tendencia creciente y el nivel de desocupación se ubicó en el cuarto trimestre del año en 15,7%, el segundo más elevado en los últimos 14 años (el mayor ocurrió en junio con una tasa de 15,9%).

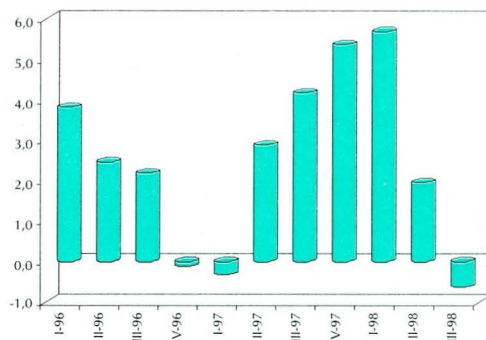
Finalmente, la inflación continuó cediendo y se ubicó en 16,7%, ligeramente por encima de la meta de 16% fijada por el Gobierno para este año. Esta situación fue en buena parte el resultado de la desaceleración de la economía.

## A. Crecimiento del producto

De acuerdo con los últimos datos del DNP, hasta el mes de septiembre el producto creció 2,5%. Este resultado fue consecuencia del impulso que había tomado la economía durante el último trimestre del año anterior que condujo a un crecimiento de 5,7% para los primeros tres meses de 1998. Progresivamente la situación se fue deteriorando y en el tercer trimestre se observó un crecimiento del producto de 0,12%. Con estos resultados, en los primeros nueve meses de 1998 la economía creció 2,46%. Sin embargo, para el último trimestre se espera nuevamente un mediocre resultado, lo que contribuirá a una tasa anual estimada por Fedesarrollo en cerca de 1,7% (Gráfico 1).

Los sectores que más impulsaron el crecimiento fueron la minería (debido a la elevada producción de petróleo y carbón en 1998), los servicios (excepto los financieros que cayeron 1,9% hasta el tercer

**Gráfico 1. PIB TRIMESTRAL**  
(Crecimiento anual)



Fuente: Dane.



trimestre del año) y la industria. La participación conjunta de estos tres sectores en el PIB fue de 74%. Por su parte, los sectores que influyeron negativamente fueron principalmente la construcción (cuya caída hasta en tercer trimestre fue de 9,57%), y en menor medida la agricultura (con una participación conjunta de 21%) (Gráfico 2).

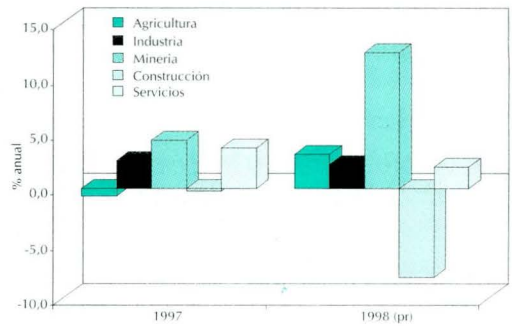
Desagregando el producto por el lado de la demanda, se observa que la desaceleración se originó en gran parte por la fuerte caída que sufrió la inversión total durante el año (-5,8 % en términos reales según proyecciones de Fedesarrollo), la cual resultó tanto del descenso de la inversión pública (-20%) como de la inversión privada (-2,9%). Por su parte, la variación de existencias creció 19,7%. Adicionalmente, el consumo público y privado presentaron un bajo crecimiento de apenas 2,3% y 0,6%, respectivamente. En consecuencia, se estima que la demanda interna registró una reducción de 0,9% frente al año anterior. Las exportaciones, por su parte, presentaron un aumento de 9,6%, mientras que las importaciones registraron una caída cercana a 2,8% (Gráfico 3). El resultado agregado de los cambios en las diferentes variables será el crecimiento de 1,7% antes señalado para el PIB.

### 1. Industria

A lo largo de 1998, la actividad industrial se deterioró en forma gradual, hasta el punto que, según estimativos de Fedesarrollo, la industria presentó un crecimiento apenas cercano al 2,2%.

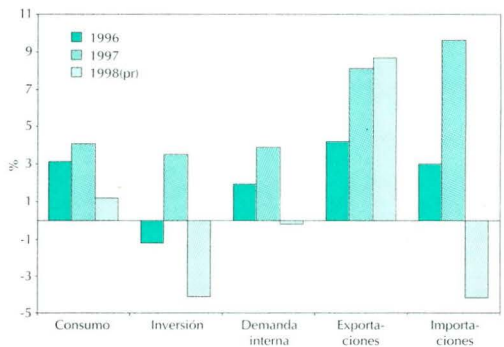
El dinamismo que registró la industria desde mediados de 1997 se mantuvo a lo largo del primer semestre del año (Gráfico 4). En efecto, entre enero y junio la actividad manufacturera mostró un aceptable ritmo de crecimiento frente al mismo período del año anterior, de 6,0% incluyendo la trilla de café y de 6,8% exceptuándola, el cual por demás

Gráfico 2. PIB POR SECTORES



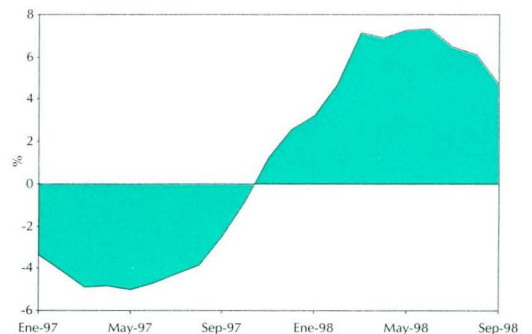
Fuente: Dane y Fedesarrollo.

Gráfico 3. CRECIMIENTO DEL PIB POR TIPO DE GASTO



Fuente: Dane y Fedesarrollo.

Gráfico 4. PRODUCCION INDUSTRIAL SIN TRILLA DE CAFE (Crecimiento año acumulado del índice) Enero 1997-septiembre 1998



Fuente: Muestra Mensual Manufacturera.

se constituyó en el mejor crecimiento de los últimos seis años. Para el acumulado de los doce meses hasta junio, la producción industrial sin trilla de café estuvo 7,44% por encima de lo registrado en los doce meses precedentes y, al incluir la trilla, el aumento fue de 6,58%. En particular, se observó un buen desempeño en los sectores exportadores que se vieron favorecidos por la alta tasa de devaluación que se presentó desde septiembre de 1997.

Sin embargo, este comportamiento se revirtió durante el segundo semestre y la actividad manufacturera empezó a mostrar signos de recesión. De acuerdo con la última información disponible del Dane, en el tercer trimestre del año la caída en la producción industrial fue de 3,23% frente al mismo período de 1997.

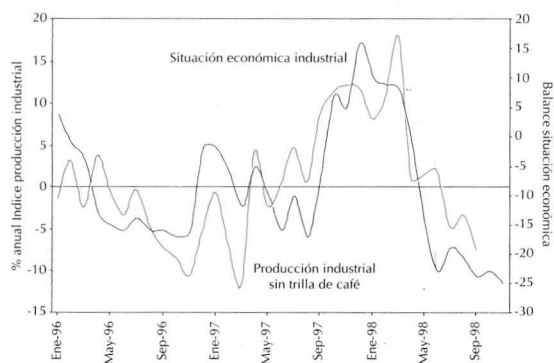
El deterioro se corrobora fácilmente con los resultados de la encuesta de Opinión Empresarial elaborada por Fedesarrollo. En ella se observa un descenso de la actividad productiva que se inició desde principios de 1998 y que se mantuvo hasta el mes de noviembre, con una pequeña excepción en el mes

de julio. De acuerdo con la encuesta, la situación económica del sector industrial se encuentra hoy en uno de los niveles más bajos de la presente década (Gráfico 5). Ello es enteramente consistente con los resultados en materia de existencias, las cuales se han incrementado sustancialmente durante todo el año, y con el fuerte deterioro de la demanda (Gráfico 6).

Por otra parte, en lo corrido del año hasta el mes de noviembre, el nivel de utilización de la capacidad instalada se situó en porcentajes bajos (inferiores al 70%), comportamiento bastante crítico si se le compara con los niveles alcanzados durante 1994 y mediados de 1995, cuando el sector productivo industrial utilizó, en promedio, el 74% de su capacidad (Gráfico 7). En agosto de 1998 este nivel se ubicó en 66%, el más bajo de la década.

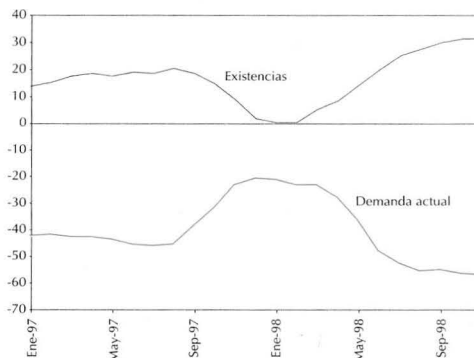
Consecuentemente con el deterioro de los indicadores de la actividad productiva, a lo largo del año los empresarios encuestados percibieron una caída bastante drástica en las condiciones económicas para la inversión productiva en el sector, que resultó

**Gráfico 5. ACTIVIDAD PRODUCTIVA Y SITUACION ECONOMICA DE LA ACTIVIDAD INDUSTRIAL Enero 1996 - noviembre 1998**



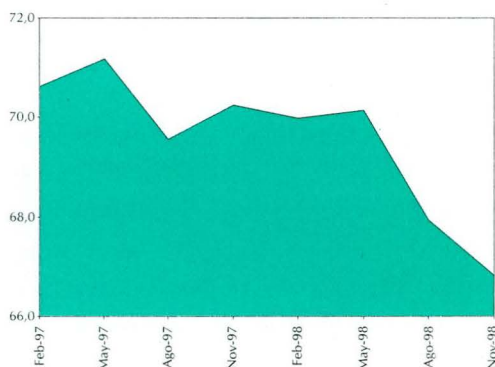
Fuente: Dane y Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

**Gráfico 6. EXISTENCIAS Y PEDIDOS (Balances suavizados) Enero 1997 - noviembre 1998**



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

**Gráfico 7. UTILIZACION DE LA CAPACIDAD INSTALADA DEL SECTOR INDUSTRIAL**  
Febrero 1997 - noviembre 1998



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

de los desajustes macroeconómicos como el elevado déficit fiscal y de la cuenta corriente, las altas tasas de interés, la restricción de la liquidez en el mercado de dinero y el aumento de la inflación a comienzos del año. De igual forma, los empresarios consideraron inapropiadas las condiciones sociopolíticas para la inversión, aun cuando éstas mejoraron en el mes de mayo, probablemente en respuesta al efecto positivo generado por los acercamientos entre el Gobierno y algunos actores del conflicto armado para un eventual proceso de negociaciones de paz.

Finalmente, las expectativas de los empresarios sobre la situación económica se deterioraron significativamente desde principios del año, después del mayor optimismo que se presentó a mediados de 1997 y, como se observa en el Gráfico 8, éstas han guardado una estrecha relación con la situación económica realmente registrada.

## 2. Construcción

La actividad de la construcción ha sido una de las más afectadas por la desaceleración de la economía en los últimos años, y ha contribuido en buena

**Gráfico 8. EXPECTATIVAS Y SITUACION ECONOMICA DE LA INDUSTRIA**  
Enero 1997 - noviembre 1998



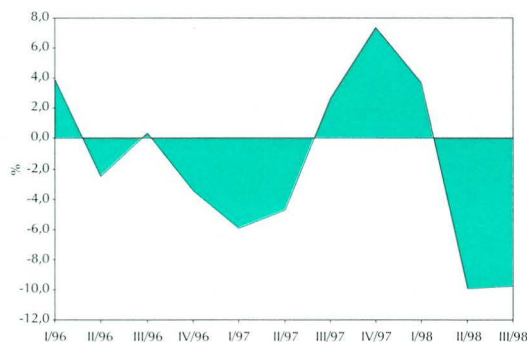
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

medida al aumento del desempleo. En 1998, el sector se vio particularmente golpeado por las elevadas tasas de interés y por la poca disponibilidad de créditos tanto para los constructores como para los compradores. Las cifras más recientes del Dane muestran para los primeros nueve meses del año una caída de 9,6% en el producto del sector y se espera para el final del año una reducción cercana al 8,0% frente a 1997, año en el cual también se presentó un crecimiento negativo (Gráfico 9). Las actividades más afectadas han sido la construcción de edificaciones y la de obras civiles, y la falta de dinamismo de ésta última se debió principalmente a los menores gastos de inversión del gobierno.

Algunos de los principales indicadores de la construcción confirman el deterioro de la actividad. En primer lugar, los despachos de cemento continuaron registrando durante el primer semestre del año una caída de cerca de 1% y la producción de cemento no presentó crecimiento alguno hasta el tercer trimestre del año. En segundo lugar, los préstamos aprobados por las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAVs) para constructores hasta el mes de octubre registraron una fuerte caída de 36% (frente



**Gráfico 9. PIB DE LA CONSTRUCCION**  
**I trimestre 1996 - III trimestre 1998**



Fuente: Dane y Departamento Nacional de Planeación.

a igual período del año anterior) y de casi 40% para los préstamos individuales. En cuanto a los préstamos entregados, éstos cayeron 8,8% para constructores y 31% para individuales. Finalmente, las licencias aprobadas para construcción hasta el mes de octubre disminuyeron 9,5%, inferior a la tasa registrada durante el mismo período de 1997, y las destinadas a vivienda crecieron menos que en 1997 (7,4% frente a 20,6%).

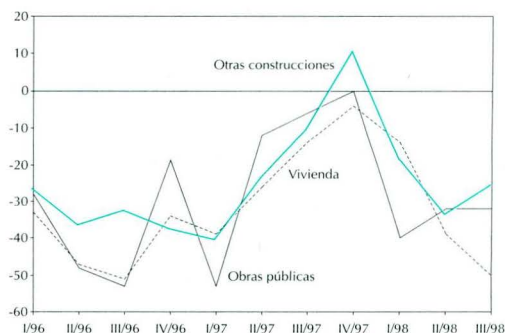
De igual forma, de acuerdo con los resultados de la Encuesta de Opinión de Fedesarrollo y Camacol Cundinamarca al tercer trimestre de 1998, la recesión en el sector de la construcción se profundizó. Al igual que lo sucedido con la industria, la actividad constructora experimentó un ligero repunte a finales de 1997, pero esta tendencia se revirtió en 1998. En efecto, los constructores encuestados consideran que su situación económica es la peor de toda la década, incluso más negativa que la que ellos mismos reportaron a comienzos de los años noventa cuando el sector pasó por una profunda crisis. Los resultados muestran además que, en lo corrido de los primeros nueve meses del año, la actividad constructora disminuyó en todas las ramas, con la única excepción del sector de Otras Construccio-

nes que logró una mejora considerable a partir del segundo trimestre del año (Gráfico 10). Por su parte, la recesión se concentró especialmente en la construcción de vivienda en forma relativamente homogénea para los distintos estratos sociales.

El principal problema que encontraron los constructores para dinamizar la actividad del sector fue la falta de capital de trabajo y, en menor medida, los suministros para la construcción. Reportaron también que el deficiente desempeño de la construcción de vivienda estuvo determinado por la profunda caída en las ventas. Desde comienzos de año las ventas de vivienda para los diferentes estratos disminuyeron, factor que se debió principalmente a la dificultad para conseguir financiación por parte de los compradores y a las elevadas tasas de interés (Gráfico 11).

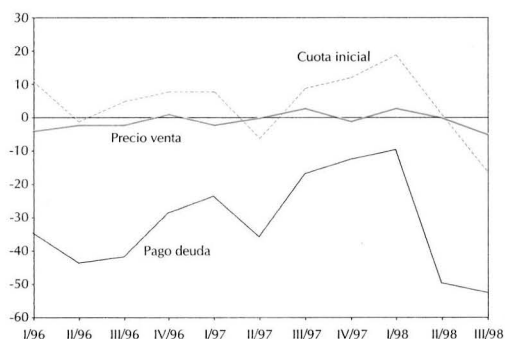
Por último, teniendo en cuenta las altas tasas de interés, los constructores no perciben de manera optimista el panorama futuro. Tanto las perspectivas sobre la situación económica como las expectativas sobre la actividad para el próximo semestre mantienen una tendencia negativa.

**Gráfico 10. ACTIVIDAD CONSTRUCTORA**  
**(Balances) I trimestre 1996 - III trimestre 1998**



Fuente: Encuesta de Construcción Fedesarrollo - Camacol Cundinamarca.

**Gráfico 11. FACTORES QUE INFLUYEN EN LAS VENTAS DE VIVIENDA (Balances)**  
I trimestre 1996 - III trimestre 1998



Fuente: Encuesta de Construcción Fedesarrollo - Camacol Cundinamarca.

### 3. Petróleo

El sector más relevante para el crecimiento de la economía en 1998 fue la minería con un aumento estimado del 12,4%, como consecuencia del incremento en la producción de petróleo y de carbón. En el caso del petróleo, a pesar de la demora en la adecuación total del yacimiento de Cupiagua que debía estar listo en 1998 y a la ola de atentados contra los oleoductos, especialmente los de Caño Limón-Coveñas, se estima que la producción de crudo creció a un ritmo cercano al 16%. Cabe mencionar que, debido a los factores mencionados, Fedesarrollo modificó el supuesto de producción de petróleo en sus proyecciones para 1998 y lo redujo de 861 mil barriles diarios (estimados en enero) a 747 mil BDC.

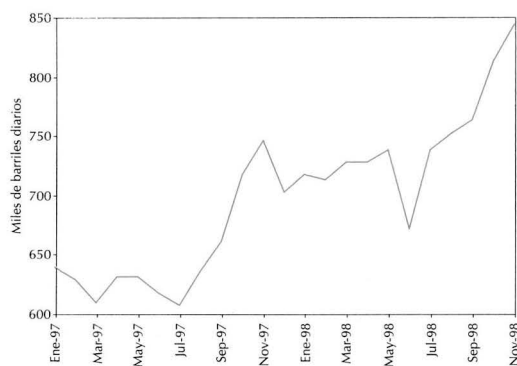
Hasta el mes de noviembre de 1998 Ecopetrol reportó una producción promedio de 745.383 barriles diarios de crudo. Esta cifra fue superior en 97.825 barriles diarios al promedio observado durante los primeros once meses de 1997, debido especialmente al aumento en la producción que se registró en el mes de noviembre (842.879 BDC) (Gráfico 12).

En materia de precios, a lo largo del año la actividad petrolera se vio afectada por la caída de los precios internacionales, situación que se viene presentando desde mediados de 1997.

Las principales razones que explican la caída de los precios se deben a la abundancia de petróleo en el mercado y a que la crisis asiática ha deprimido los precios de todos los bienes primarios. De acuerdo con la OPEP, la producción actual supera en cerca de 600.000 barriles diarios las cuotas acordadas.

A raíz de la reunión de Ministros de Energía de Arabia Saudita, México y Venezuela, llevada a cabo a comienzos de junio en Amsterdam, la producción mundial de crudo disminuyó aproximadamente en 740 mil BDC, pero este esfuerzo no se reflejó en los precios. Sin embargo, el 24 de junio los productores del crudo agrupados en la OPEP se reunieron nuevamente y decidieron recortar en 1,6 millones de barriles diarios las cuotas de producción. Adicionalmente, algunas naciones no pertenecientes a este grupo como México, Rusia y Omán, se comprometieron a reducir su producción en 137 millones de barriles diarios.

**Gráfico 12. PRODUCCION DE PETROLEO**  
Enero 1997 - noviembre 1998



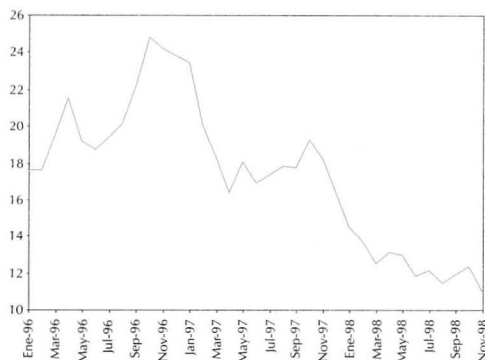
Fuente: Ecopetrol.

Este último conjunto de medidas empezó a tener vigencia a partir del mes de julio y su duración fue pactada para un período de 12 meses. El impacto de las mismas fue directo y, en efecto, después de varios meses de caída continua, en el mes de noviembre el precio internacional del crudo logró repuntar levemente. Sin embargo, es importante mencionar que la última semana de noviembre terminó con un rotundo fracaso de la reunión de los miembros de la OPEP que buscaba darle soluciones a la fuerte caída acumulada de los precios. El precio del petróleo alcanzó en este período el precio más bajo desde 1996, de US\$10,65 dólares por barril y, en las actuales condiciones, es posible esperar mayores caídas en los próximos meses (Gráfico 13).

#### 4. Sector cafetero

Las perspectivas del sector cafetero durante el año estuvieron dominadas por la alta cosecha del Brasil 1998/1999. Por otra parte, las estimaciones de principios del año se hicieron con base en una estabilidad en el consumo de café en los países importadores y se anticiparon restricciones en la oferta ocasionadas por los efectos del Fenómeno del Pacífico.

**Gráfico 13. PRECIO EXTERNO DEL PETROLEO (Dólares/barril)**  
Enero 1996 - noviembre 1998



Fuente: Ecopetrol.

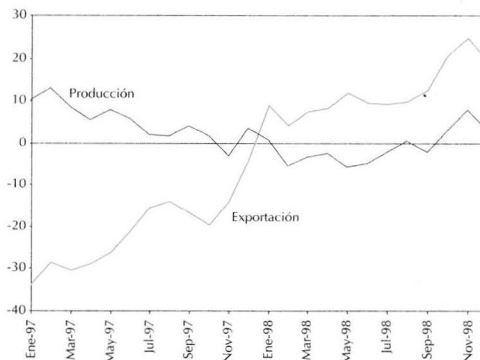
En este contexto, y teniendo en cuenta el comportamiento de las variables internas durante el año, se previeron exportaciones para el año cafetero 1997/98 por 11,3 millones de sacos de 60 Kg. con un precio externo de US\$1,47 por libra. Por su parte, la cosecha se calculó en 12,5 millones de sacos con un precio promedio interno de compra de \$292.485 por carga.

De acuerdo con la información suministrada por la Federación Nacional de Cafeteros, hasta el 30 de diciembre la cosecha cafetera alcanzó 12,8 millones de sacos de 60 kg., cifra superior en 11,3% frente a la estimación inicial elaborada por la Federación para dicho período de 11,5 millones de sacos (Gráfico 14).

Por el lado del comercio exterior, para el año completo de 1998 el volumen de las exportaciones de café creció 2,8% frente al año anterior. Sin embargo, este incremento fue inferior a las proyecciones realizadas a comienzos del año.

Por otra parte, el valor de las exportaciones se vio afectado por la caída del precio internacional del

**Gráfico 14. VOLUMEN DE PRODUCCION Y EXPORTACION DE CAFE (Crecimiento anual acumulado) Enero 1997 - diciembre 1998**



Fuente: Federación Nacional de Cafeteros.



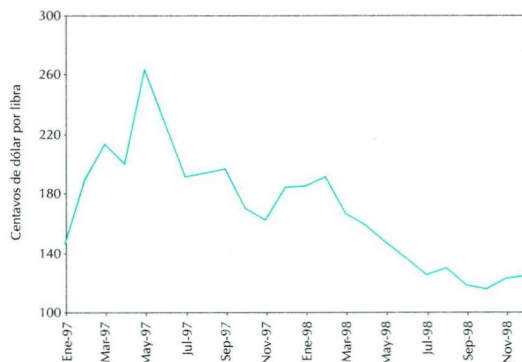
grano. La ligera recuperación que se observó en el último semestre de 1997 en esta última variable se revirtió y se presentó un continuo deterioro durante 1998: de un promedio de US\$1,78 por libra de café de otros suaves durante los meses de diciembre de 1997 y febrero de 1998, se pasó a niveles de US\$1,24 la libra hasta diciembre. En el comportamiento descrito incidieron de manera especial los diferentes estimativos anticipados sobre la cosecha del Brasil que oscilaron entre 34 y 38 millones de sacos, volúmenes muy superiores a los de años anteriores (Gráfico 15).

El precio interno del café también cayó durante el año como resultado parcial de la evolución de los precios internacionales. En 1998 el precio interno se redujo 3,7% frente a 1997, y para el total de 1998 el precio promedio se ubicó en \$319 mil por carga, con lo que se asume que la cotización se mantuvo cerca del precio de sustentación (Gráfico 16). No obstante, en términos reales, el valor de la cosecha de 1997/98 se mantuvo en niveles similares a los del año anterior.

## 5. Agricultura no cafetera

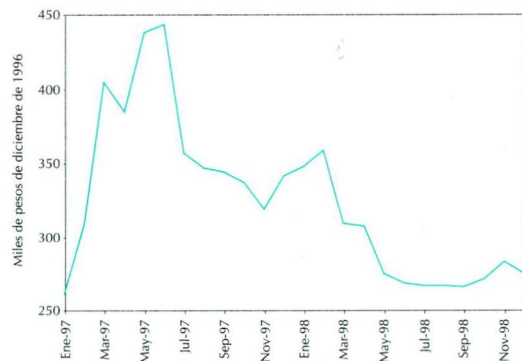
De acuerdo con las proyecciones más recientes del Ministerio de Agricultura, el sector agropecuario está pasando por una severa crisis. Después de crecer a una tasa positiva de 0,6% sin incluir el café en 1997, pasó a una tasa negativa de 4,7% para 1998. Sin embargo, el DNP estima un crecimiento de 1,5%. Según el Ministerio de Agricultura, en buena parte este resultado se explica por los efectos climáticos del Fenómeno del Pacífico que afectó duramente algunas regiones del país y por la creciente violencia concentrada en las zonas rurales (Gráfico 17). Aunque la desaceleración fue particularmente marcada en el sector agrícola (-8,3%), también se registró a nivel del sector pecuario, cuyo crecimiento estimado para el total del año es nulo.

**Gráfico 15. PRECIO EXTERNO DEL CAFE**  
Enero 1997 - diciembre 1998



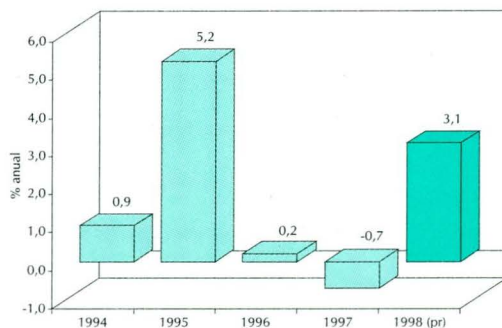
Fuente: Federación Nacional de Cafeteros.

**Gráfico 16. PRECIO INTERNO REAL DEL CAFE**  
Enero 1997 - diciembre 1998



Fuente: Federación Nacional de Cafeteros.

**Gráfico 17. PIB AGRICOLA**



Fuente: Dane y Fedesarrollo.

Dentro del sector agrícola, sobresalió la fuerte caída de los cultivos transitorios con -13,1%, y dentro de éstos los importables, cuya reducción frente al año anterior fue de -25,2%. Por su parte, los exportables disminuyeron 11,6%. Los productos transitorios más afectados fueron el ajonjolí (-50%), la cebada (-48%) y el sorgo (-39%). Adicionalmente, los cultivos permanentes redujeron su producción en 5,9%, y al interior de éstos el impacto más negativo se presentó en los no comercializables con una reducción de 8,7%. Sobresalió la caída del fique (-37,5%) y el cacao (-28,2%). Productos como el algodón, la cebada, el sorgo, el trigo, el maní y la yuca, continúan en una severa crisis por segundo año consecutivo.

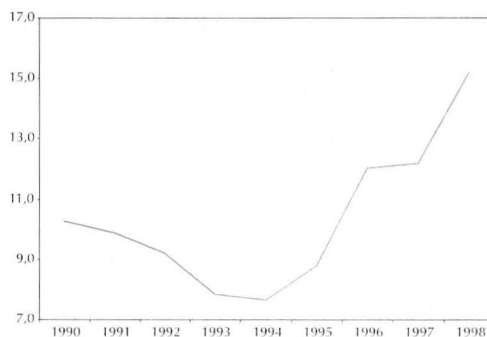
## B. Empleo

De manera consistente con el comportamiento de la economía, el desempleo en el país continuó incrementándose a ritmos acelerados. Después de registrarse niveles ya elevados de desocupación cercanos al 12% en 1997, esta cifra aumentó al 16% en el presente año, la más alta de los últimos catorce años. Evidentemente, este fenómeno continúa siendo uno de los problemas socioeconómicos más graves que afronta el país en la actualidad (Gráfico 18).

Los resultados del Dane para el cuarto trimestre de 1998 muestran que la tasa de desempleo fue 15,7% para el conjunto de las principales áreas metropolitanas<sup>1</sup>. Esto implica que existen en el país 1.091.664 personas desempleadas, sin contar el subempleo, el empleo informal ni los desplazados de las áreas rurales.

Para el conjunto de las siete áreas metropolitanas, aunque la población económicamente activa (fuerza

**Gráfico 18. TASA DE DESEMPLEO SIETE CIUDADES**



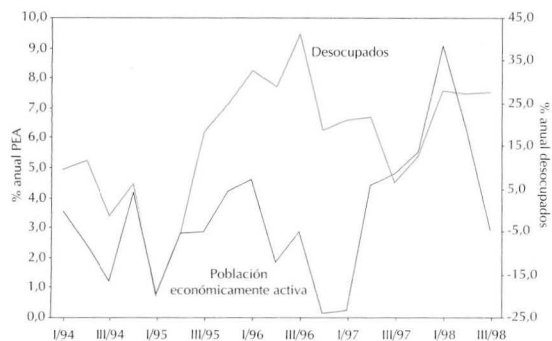
Fuente: Dane.

laboral) aumentó 2,19% entre enero y diciembre del presente año, el incremento del número de desocupados fue todavía mayor (10,57%), lo cual explica el aumento de la tasa de desempleo superior al 15% en el cuarto trimestre del año (Gráfico 19). Adicionalmente, la tasa de ocupación presentó un leve aumento al pasar de niveles promedio de 52,5% en 1997 a 52,7% en 1998 (Gráfico 20). Finalmente, la tasa global de participación siguió en ascenso pasando de 60% en promedio para el año pasado, a 63% en junio, aunque logró disminuir a 62% en diciembre como consecuencia del menor aumento en la población económicamente activa. En síntesis, los mayores índices de desempleo observados al final del año se explican por el aumento del número de personas sin empleo desocupadas y por el menor número de ocupados.

Cuando se revisa la situación por sectores de la economía, se observa que la caída en el nivel de empleo fue más notable en el caso de la industria que en el comercio. En la industria, sin embargo, la caída de este año resulta moderada frente a la observada el año anterior. En efecto, durante los primeros nueve meses de 1998 se registró un descenso de 2,3% frente a la reducción de 5,9% en 1997. Adicionalmente, la información captada por las

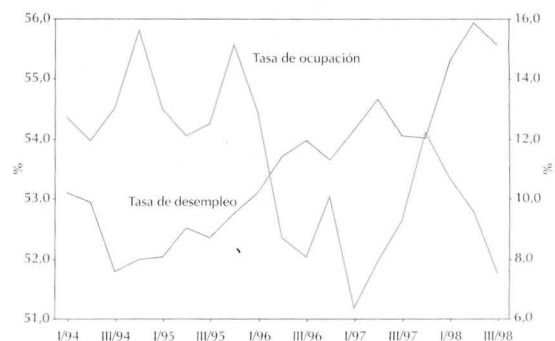
<sup>1</sup> Santafé de Bogotá, Barranquilla, Cali, Medellín, Bucaramanga, Manizales y Pasto.

**Gráfico 19. FUERZA LABORAL Y DESOCUPADOS**



Fuente: Dane.

**Gráfico 20. INDICADORES DEL MERCADO LABORAL**



Fuente: Dane.

encuestas de Fedesarrollo tanto para la industria como para la construcción, muestra que entre enero y septiembre se deterioró fuertemente el ritmo de generación de empleo en estos sectores (Gráfico 21).

Tal y como se concluye en el último número de Coyuntura Social de Fedesarrollo, las mujeres siguen siendo las más afectadas por el desempleo, a pesar de que fueron precisamente las mujeres (y no los hombres) quienes obtuvieron los nuevos empleos ofrecidos en el mercado. En otras palabras, la tasa de participación femenina se elevó tanto que el desempleo continuó siendo alto a pesar de los crecimientos en la demanda.

Se muestra también que el subempleo mantiene una tendencia ascendente: en junio de 1998 la tasa fue 20,7% de la población económicamente activa y 29,1% si el denominador es la población ocupada. Por su parte, los jóvenes y la población con educación secundaria, siguen siendo los más afectados por esta situación.

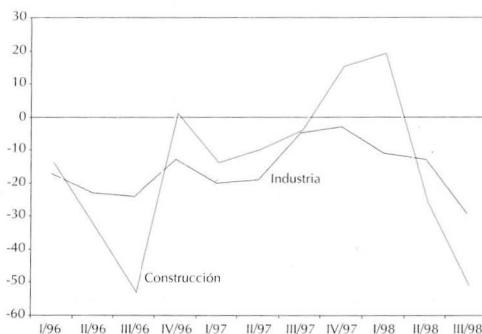
Se puede inferir que el problema del desempleo se mantendrá durante el próximo año pues, con un crecimiento de la economía estimado en cerca de 1%, es poco probable que la actividad productiva

sea capaz de absorber la creciente oferta laboral. Esta afirmación se deriva también del hecho de que la experiencia colombiana indica que las tasas de empleo y desempleo muestran "histéresis" marcada y no cambian fácilmente en el corto plazo.

### C. Inflación

El comportamiento del índice de precios al consumidor registrado a lo largo del año permitió que la inflación en 1998 alcanzara el 16,7%, 0,7 puntos porcentuales por encima de la establecida por el Gobierno.

**Gráfico 21. EMPLEO EN LOS SECTORES DE INDUSTRIA Y CONSTRUCCION (Balances)**  
(I trimestre 1996 - III trimestre 1998)



Fuente: Fedesarrollo.

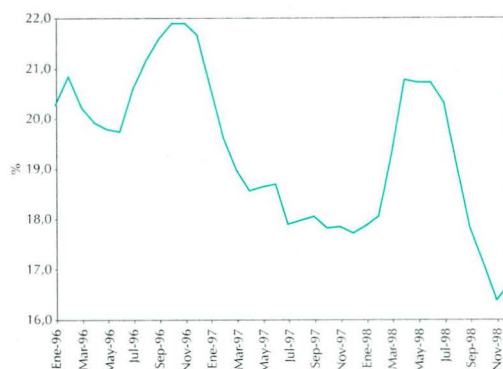
Sin embargo, durante los primeros meses del año la inflación fue una de las más elevadas en muchos años, en buena parte como consecuencia de los efectos del Fenómeno del Pacífico que afectó duramente el sector de los alimentos. Fue sólo a partir de mediados del año que este comportamiento se revirtió como resultado de las mayores cosechas de alimentos originadas en la estabilización del ciclo de lluvias en las zonas productivas del país, así como de la desaceleración de la demanda interna (Gráfico 22).

Durante el mes de diciembre, el IPC creció apenas 0,91%, resultado que condujo a un acumulado del año de 16,7%. Para el total del año, los sectores de mayor aumento en los precios fueron Salud (20,6%), seguido por Transporte (20,2%), Varios (20,2%) y Educación (18,6%). En contraste, los precios del vestuario registraron el menor crecimiento al ubicarse en 7,8%. Adicionalmente, los precios de los alimentos tuvieron un buen comportamiento al presentar un crecimiento de 15,7%, inferior a la inflación total.

Por su parte, la inflación básica que corresponde a la inflación total excluyendo alimentos, servicios de transporte y comunicaciones, combustibles y servicios y gasolina para carro, registró una tendencia descendente desde el cuarto trimestre de 1997. Actualmente se ha estabilizado alrededor del 15% y posiblemente siga disminuyendo en respuesta a la caída en la demanda interna (Gráfico 23).

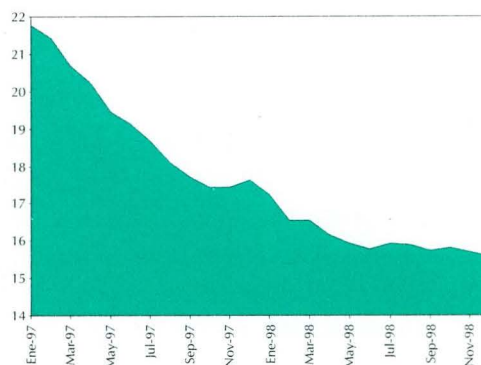
A manera de síntesis, se pudo observar que, además de la disminución de los efectos climáticos sobre el sector de los alimentos, la escasez de liquidez y las elevadas tasas de interés provocaron una contracción de la demanda que presionó los precios a la baja y permitió que la inflación observada se acercara a la meta de las autoridades monetarias.

**Gráfico 22. INFLACION**



Fuente: Dane.

**Gráfico 23. INFLACION BASICA\***  
**Enero 1994 - diciembre 1998**



\* Inflación básica: inflación excluyendo alimentos, servicios de transporte y comunicaciones, combustibles y servicios y gasolina para vehículos.

Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo con base en la metodología del Departamento Nacional de Planeación.

## D. Sector externo

### 1. Tasa de cambio

La fuerte devaluación que se presentó desde septiembre de 1997 se mantuvo a lo largo de 1998. De hecho, el mercado cambiario se caracterizó por fuertes presiones alcistas, hasta el punto en que el Banco de la República tuvo que intervenir de manera

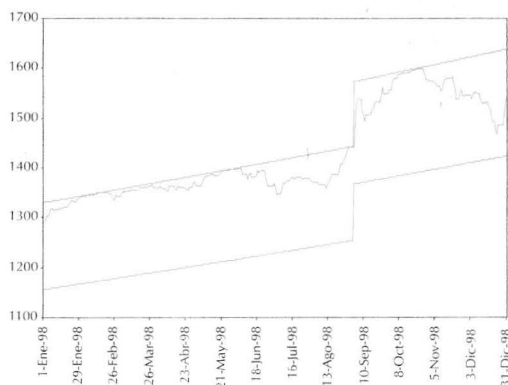


recurrente para defender la banda cambiaria. Durante el año la devaluación nominal promedio se ubicó en 25%, y en el período diciembre-diciembre fue de 17,5% (Gráfico 24).

La tendencia alcista de la tasa de cambio tiene muchos y variados orígenes. Lo cierto es que el mercado en 1998 estuvo dominado por fuertes expectativas de devaluación que llevaron a los agentes a efectuar fuertes ataques contra el peso. Entre las razones de índole interna que permiten explicar este comportamiento, se encuentran la incertidumbre política que vivió el país en los primeros meses del año durante el período preelectoral, la incertidumbre económica que se derivó del fuerte deterioro de las principales variables de la economía como el elevado déficit fiscal, el desequilibrio de la cuenta corriente, el lento crecimiento del producto, la alta tasa de desempleo y la caída de las reservas internacionales.

Esta situación llevó a que las agencias internacionales revisaran la calificación del país. En efecto, en el mes de mayo la agencia Standard & Poor's redujo la calificación para los títulos del Tesoro (TES) desde A+ a A. Pocos días después, Moody's anunció que reduciría a negativo el outlook o el panorama de los bonos con calificación Baa3 y el de los depósitos bancarios en moneda extranjera cuya calificación era Ba1. Según la agencia, esta decisión se adoptó debido al deterioro fiscal y de la cuenta corriente, así como al recrudecimiento de la actividad guerrillera. Nuevamente, en el mes de noviembre manifestaron que esta calificación estaba siendo objeto de revisión, pero a finales del mes de diciembre anunciaron su determinación de no modificarla aunque aclararon que mantienen un outlook negativo, es decir, un panorama de expectativa frente al futuro y a los desarrollos en materia fiscal. Ciertamente, estos factores influyeron en el comportamiento de la tasa de cambio a lo largo del año.

**Gráfico 24. BANDAS TASA DE CAMBIO**



Fuente: Dane.

Por otra parte, desde la perspectiva externa la caída de los precios internacionales del petróleo y el café y la restricción del mercado internacional de capitales como consecuencia de la crisis de los países del sudeste asiático y posteriormente de Rusia, fueron factores que también influyeron sobre las expectativas devaluacionistas.

En razón a las fuertes presiones contra la banda cambiaria, el Banco de la República intervino de manera permanente utilizando principalmente dos tipos de mecanismos: el aumento de las tasas de interés y la venta de reservas internacionales. También se flexibilizaron los controles a la entrada de capitales mediante la reducción, en el mes de enero, del depósito obligatorio para las operaciones de endeudamiento externo en 5% (de 30% a 25%) y mediante el recorte de 18 meses a 12 meses en el período durante el cual este depósito debe mantenerse en el Banco de la República<sup>2</sup>. Posteriormente,

<sup>2</sup> Resoluciones No. 1 de enero 30 de 1998 y No. 10 de septiembre 18 de 1998 de la Junta del Banco de la República. Adicionalmente, mediante la resolución de septiembre se disminuyó el depósito por concepto de endeudamiento proveniente de la prefinanciación de exportaciones de 15% a 10%, a la vez que se eliminó el correspondiente a la financiación de importaciones.

a mediados de septiembre se redujo nuevamente el monto del depósito de 25% a 10% y el plazo de 12 a 6 meses.

Las anteriores medidas no condujeron a los resultados esperados y las presiones cambiarias se mantuvieron hasta finales del año. Más aún, la caída de las reservas fue tan importante (US\$1.183 millones entre enero y septiembre), que el Banco de la República se vio obligado a principios del mes a desplazar hacia arriba la banda cambiaria nueve puntos porcentuales (Gráfico 25). No obstante, después de adoptarse la medida la tasa de cambio siguió incrementándose hasta acercarse al techo de la banda. En consecuencia, las tasas de interés continuaron elevadas y se mantuvo la caída en las reservas. Fue sólo desde mediados del mes de noviembre que se observó una mayor calma en el mercado cambiario hasta el punto en que la tasa de cambio logró despegarse del límite superior y al finalizar el año se ubicó a \$96,2 pesos del mismo.

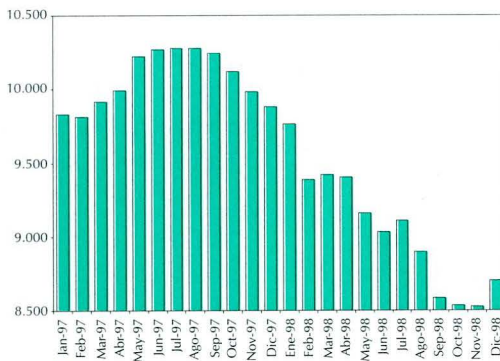
En cuanto a la tasa de cambio real, se observó que ésta respondió positivamente a la devaluación nominal que tuvo lugar desde septiembre de 1998: el ITCR1 tuvo un incremento de 9,7 puntos en sep-

tiembre y llegó a un valor de 108,4 en el mes de octubre, el nivel más alto desde principios de la década y, posteriormente terminó el año en 104,3 (Gráfico 26). Vale la pena mencionar que, además de la fuerte devaluación, este comportamiento resultó de la reducción en el ritmo de crecimiento de los precios internos. No obstante, y tal y como Fedesarrollo ha venido insistiendo, la corrección del atraso cambiario en el país será sólo temporal si la devaluación nominal no va acompañada de un ajuste fiscal importante.

## 2. Balanza comercial

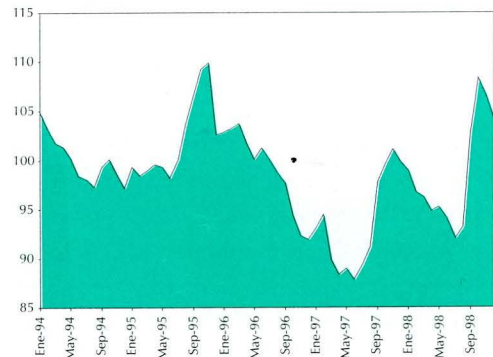
Las presiones cambiarias no solamente se explican por la salida de capitales y el menor acceso a fuentes de financiación externa, sino que también tienen su origen en un desbalance entre compras y ventas de bienes y servicios a nivel externo. De hecho, como consecuencia del deterioro en las exportaciones y del aumento de las importaciones, el saldo negativo de la balanza comercial (US\$2.716 millones) aumentó notablemente hasta el mes de septiembre y resultó en un incremento de 43% frente al saldo acumulado durante los primeros nueve meses del año anterior.

**Gráfico 25. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (US\$ millones)**



Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 26. INDICE DE TASA DE CAMBIO REAL (Base promedio 1994 = 100) Ene 1994 - nov 1998**



Fuente: Banco de la República.



Hasta el tercer trimestre del año, las importaciones alcanzaron un valor CIF de US\$11.597,4 millones, lo que equivale a un aumento de 4,4% respecto del mismo período de 1997 cuando las compras externas ascendieron a \$11.107,7 millones (Gráfico 27). Sin embargo, para el año completo, Fedesarrollo estima que debido a la fuerte devaluación del peso y a la desaceleración de la economía, las importaciones registraron un crecimiento de 1%.

Por su parte, las exportaciones totales disminuyeron 4,0% en el acumulado de los primeros nueve meses del año frente al mismo período de 1997 al pasar de US\$8.502 millones a US\$8.166 millones, respectivamente. El 51,1% del total exportado entre enero y septiembre correspondió a exportaciones menores, sin incluir oro y esmeraldas, destacándose la venta de productos químicos y de muebles y accesorios. Para el año completo, Fedesarrollo proyecta una caída cercana a 5% en el total de exportaciones.

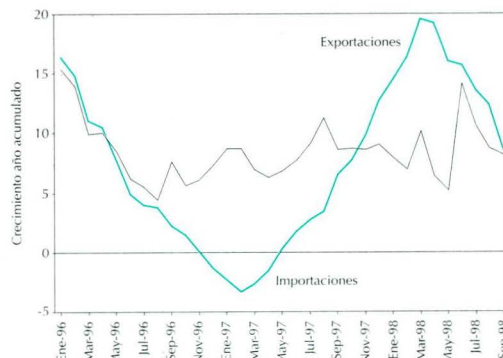
### 3. Balanza de pagos

Como resultado de la reducción en las exportaciones en cerca de US\$415 millones y del descenso en las importaciones (cerca de US\$100 millones), la balanza comercial registró un deterioro frente al año anterior, pasando de un déficit de US\$2.726 millones en 1997 a US\$3.440 millones en 1998.

Por otra parte, la balanza de servicios presentó una ligera reducción del déficit de cerca de US\$280 millones como consecuencia de los mayores ingresos por concepto de servicios tanto financieros como no financieros y por el incremento cercano a los US\$20 millones en las transacciones petroleras. Por otra parte, los egresos financieros y en particular el pago de intereses, se redujeron en cerca de US\$270 millones.

El resultado de los anteriores balances fue un deterioro de la cuenta corriente cuyo déficit estimado

### Gráfico 27. IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES TOTALES Enero 1996 - septiembre 1998

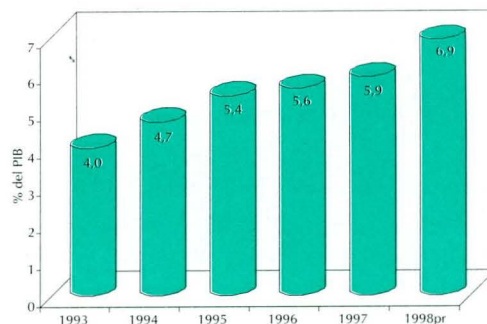


Fuente: Dane.

ascendió a US\$6.100 millones, el cual representa un 6,9 como porcentaje del PIB. Con este resultado, se refuerza aun más el deterioro de esta variable macroeconómica que ha ubicado al país, entre la región latinoamericana, como el que registra peor déficit externo (Gráfico 28).

Frente a 1997, la cuenta capitales también registró un claro deterioro. Para el año completo de 1998, se estima una acumulación de capitales de US\$4.594 millones, cifra inferior en US\$1.676 millones frente a la registrada el año anterior. El dete-

### Gráfico 28. DEFICIT EN CUENTA CORRIENTE



Fuente: Banco de la República y proyecciones de Fedesarrollo.

rioro se explica en buena parte por la fuerte reducción de más del 40% en los capitales de largo plazo que pasaron de US\$8.039 millones en 1997 a US\$4.524 en 1998. La reducción en este tipo de capitales, a su vez, se originó en una disminución dramática de la inversión extranjera tanto directa como de cartera (de cerca de US\$2.900 millones que resultó de la reducción en el nivel de ingresos por concepto de privatizaciones por un valor cercano a los US\$2.000 millones), y en el menor ritmo de crecimiento del endeudamiento externo neto, en particular el correspondiente al sector público. Por su parte, el endeudamiento de largo plazo del sector público se incrementó, dado que los desembolsos aumentaron en cerca de US\$500 millones, mientras que las amortizaciones se redujeron. Finalmente, el capital de corto plazo se recuperó en cerca de US\$1.700 millones.

Con estos resultados, la deuda externa total asciende a US\$31.618 millones y representa el 35,9% del PIB. Por su parte, la deuda externa neta, con un valor total de US\$22.991 millones, equivale al 26% del PIB.

El resultado de balance de la cuenta corriente y de la cuenta de capitales fue una desacumulación de reservas internacionales de aproximadamente US\$1.286 millones, con lo cual el monto total de reservas se estima en US\$8.627 millones al finalizar el año, monto que alcanza a cubrir 5,8 meses de importaciones de bienes y servicios.

### **E. Política monetaria y tasas de interés**

A diferencia de lo ocurrido a finales de 1997, 1998 se caracterizó por restricciones en el mercado monetario y en particular en el mercado crediticio, principalmente como consecuencia de los intentos del Banco de la República de defender la banda cambiaria. Sin embargo, durante el año la

política monetaria estuvo determinada por un *trade-off* entre restringir la liquidez (y evitar con esto una mayor demanda de dólares) e inyectar liquidez para reducir las elevadas tasas de interés. En esta dirección, cada que la tasa de cambio se acercaba al techo de la banda se incrementaban las tasas de interés de los Repos y se reducía el acceso a los mismos (tal y como ocurrió en el mes de febrero y a principios de septiembre). Contrariamente, cuando se percibía una cierta calma en el mercado cambiario, el Banco de la República inyectaba liquidez a la economía mediante mecanismos como el mayor acceso a los Repos y la compra de TES en el mercado secundario (tal fue el caso a finales de marzo, a principios de junio, a mediados de agosto y desde mediados de septiembre).

En efecto, en lo corrido del año hasta el mes de diciembre el Emisor compró un total de \$352.145 millones de TES en el mercado secundario en operaciones realizadas durante los meses de abril (\$87.000 millones), mayo (\$74.990 millones), septiembre (\$97.740 millones), octubre (\$30.756 millones), noviembre (\$23.087 millones) y diciembre (\$38.572). Esta cifra resulta significativa porque el Banco no había realizado este tipo de operaciones en el pasado.

Con este mismo propósito de expansión monetaria el Emisor utilizó la reducción de los encajes. En el mes de agosto se eliminaron los encajes marginales que existían desde 1995 para los CDT (7% para los depósitos a término, cédulas hipotecarias y bonos con plazo inferior a 18 meses). En el mes de octubre se redujo el encaje ordinario de los depósitos de ahorro del 10% al 8%, y el de los CDT del 5% al 3%. Finalmente, las medidas más recientes se concentraron en la reducción de encajes sobre las cuentas corrientes (de 21% al 19%, y posteriormente al 16%), las cuentas de ahorro (del 8% al 7%) y los CDT (de 3% a 2,5%). Adicionalmente se optó por

una remuneración a los encajes con un interés del 16% para CDT y de 12% para cuentas de ahorro.

A pesar de las medidas expansionistas adoptadas en algunos períodos del año, el resultado neto fue una reducción notable en el ritmo de crecimiento de los agregados monetarios frente a 1997. Esto se dio como consecuencia de la caída en las reservas internacionales debido a la fuerte demanda de dólares que se presentó en el mercado cambiario. En efecto, entre enero y noviembre la base monetaria registró un descenso de 18%, frente al aumento de 25% que se observó en diciembre de 1997 (Gráfico 29). Consecuentemente, la reducción de los medios de pago se ubicó en 19,8% para los once meses del año, crecimiento inferior en 41,5 puntos porcentuales al observado en el mes de diciembre anterior (21,7%).

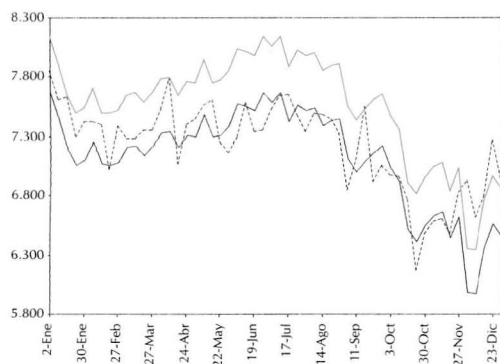
Como resultado de la escasez de liquidez, del alto nivel de desempleo y de la fuga de capitales desde hace un año, la tasa de crecimiento del ahorro financiero, representado por M3+Bonos, ha tenido una reducción significativa: después de crecer a tasas de 25% al comenzar el segundo semestre del

año, terminó haciéndolo al 7,8% a finales de diciembre (Gráfico 30). Todo parece indicar que, a pesar de las altas tasas de interés, la gran incertidumbre política y económica hizo que prevaleciera la preferencia por dólares que por pesos. Esto se reflejó directamente en una caída del ahorro representado en las cuentas de ahorro y en los depósitos en cuenta corriente. En el caso de las primeras, hasta el mes de noviembre el aumento de su saldo fue de tan sólo 0,6% (frente a un aumento de 45,6% en 1997) y, para las segundas, el descenso estuvo cercano al 25%; en cuanto a los CDT, su comportamiento fue dinámico en el transcurso de año como consecuencia de las altas tasas de interés en el mercado. Los más afectados fueron los depósitos en las CAVs, cuyo crecimiento fue cerca de 25 puntos porcentuales inferior al observado en 1997. Por su parte, aquellos que registraron un mejor comportamiento fueron los depósitos a término en los bancos, con un crecimiento hasta el mes de noviembre de 48,6%.

### 1. Tasas de interés

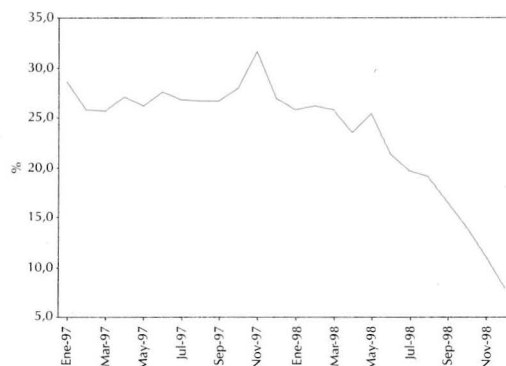
Como resultado de la iliquidez de la economía, de las altas expectativas de devaluación y de las me-

**Gráfico 29. CORREDOR DE LA BASE MONETARIA**  
(Miles de millones de pesos) Enero-diciembre 1998



Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 30. M3 + BONOS CRECIMIENTO ANUAL**  
Enero 1997 - diciembre 1998

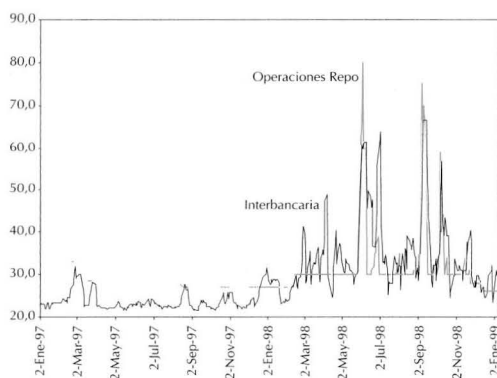


Fuente: Banco de la República.

didas explícitas adoptadas por el banco de la República, y como consecuencia de las crecientes necesidades de financiamiento del sector público, el año de 1998 se caracterizó por elevadas tasas de interés.

La primera acción concreta adoptada por el Banco de la República tuvo lugar a principios del mes de febrero, cuando elevó la tasa de interés de los títulos de participación a treinta días del 21,5% al 23% con el fin de reforzar la defensa de la banda cambiaria. Pocos días después incrementó la tasa de interés a la vista en tres puntos. Como consecuencia, la tasa interbancaria alcanzó un nivel de 41% anual y posteriormente reaccionó la DTF cuyo nivel pasó de 25,4% al 27,8%. De ahí en adelante se consolidó el rápido ascenso de las tasas, de manera tal que, hacia el mes de junio, la tasa interbancaria se ubicó en cerca de 60% y la de los Repos alcanzó niveles del 80% (Gráfico 31). Más recientemente y cuando se respiró nuevamente una mayor calma en el mercado cambiario, las tasas de interés se redujeron ligeramente al punto que, en el mes de noviembre, las autoridades monetarias disminuyeron en dos puntos porcentuales la tasa de los Repos de 30% a 28% y posteriormente a 26%.

**Gráfico 31. TASA DE INTERES**



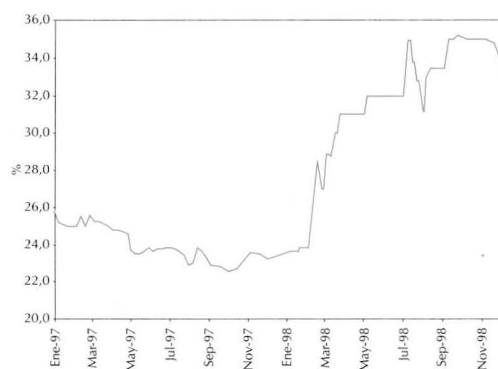
Fuente: Banco de la República.

Otro de los aspectos que presionó al alza las tasas de interés fue la creciente necesidad de financiación por parte del Gobierno. En efecto, además de competir por recursos con el sector privado en un mercado restringido, la escasez recursos dificultó la emisión de TES y obligó al Gobierno a incrementar la rentabilidad de los mismos. La tasa de estos títulos pasó de 30,31% en la primera semana de abril del presente año a 36,4% al iniciar el mes de septiembre (aunque volvieron a reducirse a 29,5% para las compras realizadas al finalizar el mes de diciembre) (Gráfico 32). Evidentemente, este incremento se trasladó al resto de tasas de interés de la economía.

Como consecuencia de lo anterior, entre enero y septiembre la tasa de captación DTF a tres meses aumentó cerca de 11 puntos porcentuales y la tasa de colocación lo hizo en 13 puntos, situación que llevó a que el margen de intermediación financiera pasara de 9,5% a 12,4% entre uno y otro período, respectivamente (Gráfico 33).

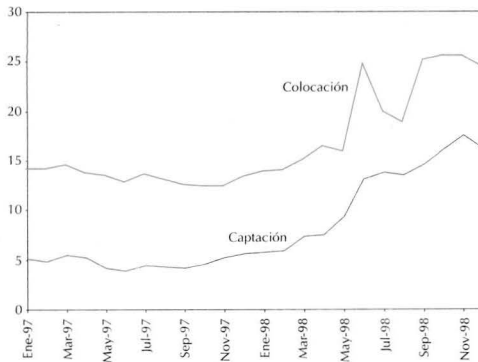
Sin embargo, al finalizar el año esta situación se revirtió parcialmente. Al comenzar el mes de diciembre, la tasa interbancaria logró estabilizarse nuevamente al rededor del 26%-28%, como resultado de

**Gráfico 32. TASA SUBASTA DE TES (1 año)**



Fuente: Banco de la República.

**Gráfico 33. TASA REAL DE INTERES DE CAPTACION Y COLOCACION Ene 1997 - dic 1998**



Fuente: Banco de la República.

la decisión del Banco de la República de otorgar mayor liquidez al mercado mediante la reducción la tasa de las operaciones Repo. Por su parte, la tasa de colocación entre septiembre y diciembre se redujo en 2,7 puntos porcentuales. No obstante, las tasas de captación de los CDT no reaccionaron en igual magnitud y el año cerró con un nivel cercano al 36% efectivo. Esta situación se debió a la incertidumbre que aún perciben las entidades financieras respecto de la liquidez del mercado, y a que existen entidades que siguen necesitando recursos y aún están captando a tasas elevadas.

Como complemento de las medidas adoptadas por el Emisor, en el mes de diciembre los bancos más grandes del país se comprometieron a propiciar una baja en los intereses que comenzaría con los de captación, lo que crearía las condiciones para que estas tasas bajen en las próximas seis semanas, y esto deberá jalonar las tasas de colocación. La idea de los bancos y el Emisor es que las tasas de interés caigan alrededor de diez puntos antes de finalizar el primer trimestre del próximo año.

Finalmente, las tasas de los TES en pesos empezaron también a mostrar una tendencia a la baja. En no-

viembre las subastas de TES a 2 y 3 años pasaron del 35,8% al 35,5% y del 36% al 35,6%, respectivamente. La tasa de los títulos a un año pasó de 34,8% efectivo anual a 33,5%. Se espera que éstas se hayan ubicado al finalizar el año en cerca de 34%, por debajo de la DTF, lo cual constituye una señal de normalización del mercado.

## 2. Sector financiero

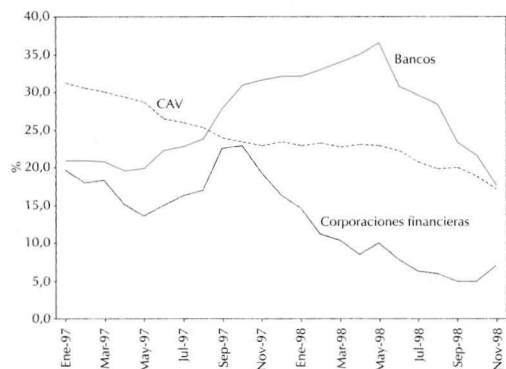
El sector financiero ha sido uno de los más golpeados por la grave situación por la que atraviesa la economía colombiana y algunos indicadores resultan bastante ilustrativos.

Hasta mediados del año el aumento de la cartera fue positivo, pero de ahí en adelante empezó a desacelerarse. La iliquidez de la economía que disminuyó la disponibilidad de ahorro, el menor crecimiento económico que redujo la demanda de crédito y las altas tasas de interés, son los principales factores que explican este comportamiento. De crecer a una tasa de 27% a comienzos del mes de junio, la cartera pasó a un 12,4% a finales del mes de noviembre. Adicionalmente, esta situación se generalizó en todas las instituciones financieras, aunque las más afectados fueron las corporaciones de ahorro y vivienda (Gráfico 34).

A lo largo del año, la cartera se deterioró notablemente: hasta el mes de noviembre se observó que la cartera vencida alcanzó el 9,9% de la cartera total, mientras hace un año era de 7,1%. La de peor calidad sigue siendo la de las compañías de financiamiento comercial (15% del total), seguida por los organismos cooperativos de grado superior (14,9%) y por las corporaciones de ahorro y vivienda (12,7%), como consecuencia del deterioro del sector de la construcción y de las dificultades para los deudores de atender sus créditos de vivienda. De igual forma, la cartera vencida de las corporaciones



**Gráfico 34. CARTERA POR INTERMEDIARIO FINANCIERO (Crecimiento anual)**



Fuente: Banco de la República.

financieras ha aumentado de 3,8% en enero a 6,0% en noviembre, y asimismo la correspondiente a los bancos (de 6,0% a 8,3%) (Gráfico 35).

Por otra parte, los bienes recibidos por las corporaciones en parte de pago se incrementaron y hoy representan un elevado porcentaje de la cartera vencida: mientras en 1997 los bienes recibidos en pago constituían el 0,87% del PIB, en 1998 esta cifra pasó al 1,07%. Como se mencionó, los bancos han sido las entidades que más se han visto afectadas por esta situación (el 66% del total recibido por el sistema financiero), seguido por las Corporaciones Financieras con el 14%, las CAV con el 12,2%, y las Compañías de Financiamiento Comercial con el 7,8%.

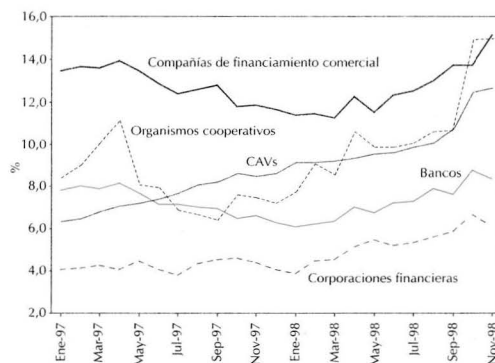
Finalmente, las utilidades del sistema financiero se deterioraron. En la segunda semana de diciembre la Superintendencia Bancaria reveló que durante el período enero-noviembre las entidades financieras perdieron \$712.000 millones frente a las utilidades de \$737.000 millones registradas en igual período en 1997. Las pérdidas se agravaron en el mes de octubre cuando éstas se dispararon en \$369.000 millones, lo que significa que en los nueve meses anteriores el sistema perdió \$133.000 millones. Las

entidades más afectadas fueron las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, incluido el BCH, cuyas pérdidas hasta el mes de octubre fueron de \$323.936 millones, generadas principalmente por Granahorrar (cuyo balance en rojo fue de \$242.000 millones). Le siguieron las Corporaciones Financieras incluyendo el IFI, con pérdidas que sumaron a octubre pasado \$16.151 millones. Finalmente, las Compañías de Financiamiento Comercial perdieron \$13.234 millones.

Frente a esta situación de franco deterioro, y con el fin de evitar una crisis del sector financiero, haciendo uso de sus facultades constitucionales el Gobierno decretó el 17 de noviembre la Emergencia Económica. Las medidas incluidas en dicha figura se concentran en tres grandes áreas: las Cooperativas, los deudores hipotecarios y los intermediarios financieros.

En cuanto a las Cooperativas, una de las principales medidas tuvo que ver con la compra de la cartera de aquellas que han sido intervenidas (hoy en día más de 30 cooperativas), de manera tal que éstas puedan disponer de recursos inmediatamente y les sean entregados a los ahorradores antes de que las

**Gráfico 35. CALIDAD DE LA CARTERA POR INTERMEDIARIO FINANCIERO**



Fuente: Superintendencia Bancaria.



entidades entren en un proceso de liquidación. Adicionalmente, y para impedir que se repita en adelante una crisis en el sector, se creó el Fondo de Garantías del Sector Cooperativo (Fogacoop), semejante al Fogafin, y para su financiación se estableció adicionalmente el seguro de los depósitos.

Frente a los deudores hipotecarios, lo que se buscó fue darle un alivio a los ahorradores que tienen dificultades para cubrir sus deudas hipotecarias, aunque también darle un impulso al sector de la construcción que lleva tres años en recesión. Las medidas se resumen en las siguientes: se crearon créditos blandos para los deudores del sistema UPAC (el Gobierno a través del Fogafin prestará recursos a los deudores que no tengan más de tres cuotas vencidas y a aquellos deudores de vivienda de interés social para que se pongan al día); se redujeron las tasas de interés de mora que puedan cobrarse para créditos de vivienda, se prohibió que los gastos de cobranzas y de abogados le sean cobrados al deudor; y se creó un seguro de desempleo.

Finalmente, en términos del alivio a los intermediarios, se aseguraron recursos para el Fogafin de tal forma que esta entidad pueda responder por la solidez del sistema financiero. Se crearon nuevos mecanismos para movilizar activos, es decir, para darle salida rápida a los bienes en dación en pago que ha recibido el sistema financiero y obtener así la liquidez necesaria. Además, se otorgaron créditos a las entidades especializadas en vender, titularizar o dar en arrendamiento los bienes (para este efecto, también el Fogafin garantizará titularizaciones de cartera hipotecaria).

En términos generales, las medidas se van a financiar mediante un impuesto a las transacciones financieras del 2 por 1000, con lo cual el Gobierno espera recaudar una suma cercana a los 2,5 billones de pesos.

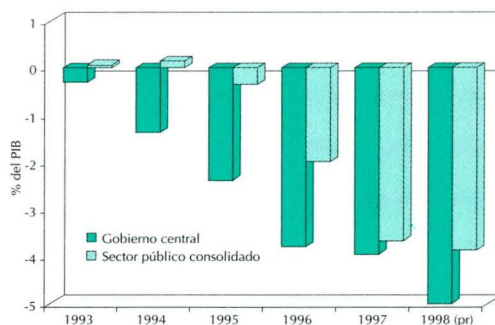
## F. Política fiscal

Al finalizar 1997, el Consejo Nacional de Política Fiscal (Confis) registró un déficit de 3,9% del PIB para el Sector Público Consolidado, similar a la cifra estimada a principios de año de 3,8% para 1998. Aunque a mediados del año los estimativos fueron modificados a 3,3% como consecuencia del ajuste fiscal propuesto por el nuevo gobierno para este año, estas metas no se cumplieron y el desbalance para 1998 se ubicó en un nivel muy cercano al inicialmente estimado de 3,8%. Con estos resultados, Colombia se sitúa, entre los países de América Latina, como uno de los que registra mayores desequilibrios fiscales (Gráfico 36).

De acuerdo con la información más reciente del Confis, al finalizar el presente año el Gobierno Central alcanzó un déficit superior a los \$6,9 miles de millones, cifra que representaría el 5,0% del PIB. Este resultado se explica por el nivel elevado de gastos (17,8% del PIB) frente a un menor nivel de ingresos (12,8% del PIB) (Gráfico 37).

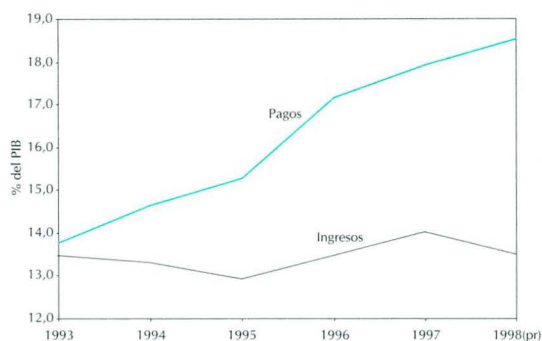
En materia de gastos, sobresalió durante el año el fuerte crecimiento de 28,5% en términos nominales de los gastos corrientes, frente a la caída de 27% de los correspondientes a inversión. El mayor dinamis-

**Gráfico 36. FINANZAS PUBLICAS**



Fuente: Confis.

## Gráfico 37. FINANZAS PUBLICAS



Fuente: Confis.

mo de los pagos corrientes se presentó en los intereses, especialmente los internos, cuyo crecimiento fue de 65,8% (cerca de \$1,2 mil millones). Esta situación es consistente con el aumento de las tasas de interés de la economía y de la rentabilidad de los papeles del Gobierno. Por su parte, los pagos por concepto de intereses externos crecieron a una tasa de 38%, como consecuencia del alza en la tasa de cambio que se presentó a lo largo del año (Gráfico 38).

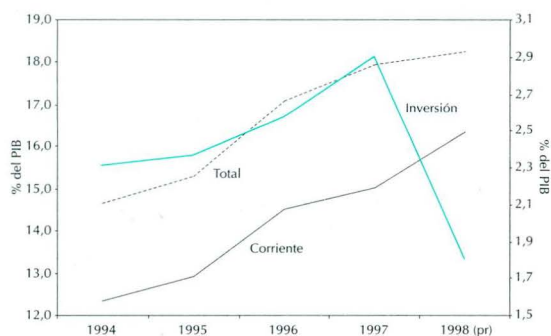
Los ingresos aumentaron 11%, pero menos que en 1997 (26,8%). Este resultado se debió principalmente al bajo crecimiento de los ingresos de origen

tributario (especialmente de los recaudos por concepto de impuesto a la renta), así como a la caída de cerca de 2% de los ingresos no tributarios (principalmente por la reducción en la contribución de hidrocarburos) (Gráfico 39).

Por el lado del financiamiento, se observó una tendencia diferente a la observada en 1997. Aunque los recursos internos continuaron siendo la principal fuente de financiamiento, el crédito interno neto pasó de representar el 78% del total en 1997, al 55% en 1998. En cambio, se observó una mayor financiación con recursos externos y la participación de éstos pasó de 24% a 38%. Esta situación se explica por las fuertes restricciones de liquidez interna que caracterizaron 1998. De hecho, la colocación de TES fue difícil a lo largo del año, y se pudo observar que hasta el mes de septiembre el gobierno sólo había podido cumplir el 59% del programa de financiación a través este mecanismo (Gráfico 40).

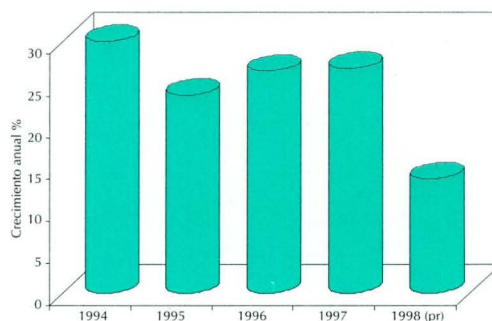
Para el presente año, el Gobierno había fijado una meta de captación de TES por un valor de \$6 billones y, debido a la difícil situación económica y a la desconfianza de los inversionistas, se vio obligado a replantear dos veces durante el año su meta de

## Gráfico 38. GASTOS DE GOBIERNO CENTRAL



Fuente: Confis.

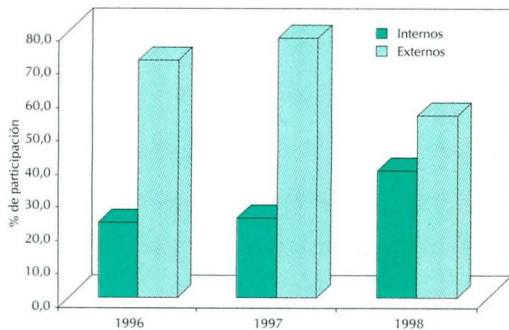
## Gráfico 39. INGRESOS TOTALES



Fuente: Confis.



## Gráfico 40. RECURSOS DE FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT



Fuente: Confis.

endeudamiento interno, hasta el punto en que ésta quedó en \$2,4 billones. En el transcurso del año, el Gobierno sólo captó recursos por esta vía por un valor de \$2,2 billones.

Frente a la difícil situación y con el fin de reducir la presión sobre la tasa de cambio y de diversificar las fuentes de financiación del gasto, el Gobierno utilizó como estrategia para conseguir financiación la colocación de TES en dólares. Entre octubre y noviembre se efectuaron tres colocaciones por un valor de US\$210 millones, superando el cupo programado de US\$200 millones<sup>3</sup>. En las tres ocasiones se observó una fuerte demanda por estos papeles debido a que, dadas las expectativas de devaluación, éstos pueden generar una mayor rentabilidad para un inversionista si se le compara con la rentabilidad correspondiente a los TES en pesos.

### 1. El ajuste fiscal

El crecimiento sostenido de los gastos del gobierno que se ha dado a partir de 1991 (y en forma más

acentuada desde 1995), se mantuvo en 1998. Como se mencionó en el anterior número de la revista, éste ha sido el resultado en buena medida del cumplimiento de compromisos establecidos en la Constitución Política de 1991, entre los cuales se destacan los derivados de las transferencias territoriales, los que tienen que ver con la reforma al sistema de seguridad social, la creación de nuevas instituciones públicas y la obligación de realizar una nivelación salarial de los trabajadores del sector justicia y de las fuerzas armadas. Asimismo, el pago de subsidios a los servicios públicos con cargo al Presupuesto del Gobierno Nacional y la obligación de gastar un porcentaje de los ingresos por concepto de IVA en inversión social, también han contribuido a incrementar el gasto del Gobierno.

Asimismo, se destacó durante el presente año el impacto negativo del creciente gasto del Gobierno sobre la disponibilidad y el costo de los ya escasos recursos financieros en la economía. La financiación del gasto del Gobierno afectó la disponibilidad de crédito causando un desplazamiento del sector privado, o lo que en teoría económica se conoce como *crowding out*. Este hecho, y especialmente las captaciones de TES a tasas bastante elevadas, contribuyeron a presionar al alza las tasas de interés con lo cual, no sólo se afectó el ritmo de actividad económica, sino que se encarecieron las fuentes de financiamiento doméstico del Gobierno.

Pero adicionalmente, el financiamiento propio del gasto se tornó más complejo en el último año. En efecto, a la iliquidez de la economía y al encarecimiento de las fuentes de financiación domésticas se sumó la restricción al acceso a recursos de crédito externo como resultado de la crisis financiera internacional, propiciado originalmente por la crisis de los países asiáticos y posteriormente por el derrumbe de Rusia. Estos hechos impusieron serias restricciones a las economías en desarrollo para

<sup>3</sup> La primera tuvo lugar el 28 de octubre US\$ 90 millones, la segunda el 18 de noviembre por US\$59,5 millones y la tercera el 2 de diciembre por US\$60 millones.

acceder a capitales internacionales, e incrementaron sus costos.

Frente a este serio desafío en materia fiscal, el nuevo gobierno presentó a mediados del año un paquete de ajuste fiscal que busca resolver de manera parcial los desequilibrios de corto plazo y crear las condiciones que permitan corregir las causas estructurales del déficit fiscal en el mediano plazo.

El ajuste fiscal propuesto por el gobierno puede resumirse en los siguientes términos. En primer lugar, el paquete de reformas se compuso de un programa de corto plazo que comprendía las medidas que reducirían el déficit en 1998, de un paquete de medidas de mediano plazo que corregirán el desbalance para 1999, y de las llamadas "reformas complementarias". En segundo lugar, el ajuste se daría fundamentalmente a través de los cambios en las cuentas fiscales del Gobierno Central. Finalmente, la mayor parte del ajuste se haría vía mayores ingresos, y sólo marginalmente vía reducciones en el gasto público. Este último hecho reviste especial importancia en la medida en que algunos economistas consideran que es el gasto (y no el déficit) es la variable relevante tanto para el análisis del crecimiento económico como para el de la evolución de la tasa de cambio real.

El principal proyecto de ley presentado al Congreso fue el de la Reforma Tributaria, el cual contiene tres grandes capítulos. En el primero de ellos se pretendió hacer algunas modificaciones al impuesto a la renta, tales como la eliminación de las actuales exenciones que existen en dicho impuesto, simplificar el sistema de ajustes por inflación y fomentar la reinversión de utilidades de empresas extranjeras en el país; adicionalmente, se propuso eliminar la Renta Presuntiva sobre el patrimonio bruto y se eliminó la exención tributaria sobre tenedores de títulos de la Nación emitidos en el exterior. El segundo, se refirió a la re-

forma sobre el impuesto a las ventas IVA que consistió en bajar en un punto la tarifa y en ampliar la base. También se buscó aumentar el recaudo eliminando las tarifas diferenciales y acabando con focos de evasión. El tercer capítulo tuvo que ver con la lucha contra el contrabando. En él se propuso eliminar el tope que hoy existe de mil salarios mínimos para tipificar el contrabando y se aumentaron las penas a los contrabandistas. Finalmente, el cuarto capítulo se refirió a la creación de instrumentos para luchar contra el contrabando y la evasión, así como al fortalecimiento de la administración tributaria y aduanera.

El segundo Proyecto de Ley tuvo que ver con los llamados "Bonos de Solidaridad para la Paz" y con la creación del "Fondo para la Paz". Estos instrumentos fueron diseñados con el propósito de generar una fuente amplia y temporal de recursos para que la Nación financie la inversión en la política de paz y en el desarrollo de sus planes complementarios.

Adicionalmente, se presentó un proyecto relacionado con las finanzas territoriales con el propósito fundamental de fortalecerlas mediante un adecuado control en la ejecución de los recursos nacionales y a través de la limitación de gasto público social a aquellos rubros relacionados con la solución de necesidades básicas en salud, educación, pensiones, saneamiento ambiental, agua potable y vivienda.

Por último, la urgente necesidad de fortalecer las finanzas públicas del país mediante una reducción y organización del gasto público, llevó al Gobierno a plantear un proyecto de ley para modificar el Estatuto Orgánico del Presupuesto de la Nación.

En términos contables, el ajuste de corto de plazo estaba encaminado a reducir en 0,39% del PIB el déficit del Gobierno Central, con lo cual se reduciría el nivel previsto para 1998 de 5,2% del PIB a 4,8%.

Con esto, el déficit del sector público consolidado para 1998 habría pasado de 3,8%, nivel estimado antes del ajuste, a 3,3% del PIB.

Entre las medidas de corto plazo se destacaban un recorte en pagos del Gobierno Central por \$300.000 millones (0,22 del PIB), el refuerzo al programa de gestión de la DIAN que permitiría incrementar los recaudos tributarios, el incremento en el precio de la gasolina y la reducción de la emisión de CERT. Por concepto de estos últimos tres rubros se generarían aproximadamente \$227.000 millones de pesos (0,17 del PIB). Adicionalmente, para complementar los recortes en pagos, el Gobierno realizaría un recorte presupuestal de \$875.0000 millones.

Sin embargo, estas metas no se cumplieron y el déficit para el presente año se ubicó en 3,9% del PIB. Esto se debió, en parte al menor recaudo de impuestos como resultado de la recesión de la economía, y en parte porque el Congreso no aprobó la totalidad de los recortes mencionados en los gastos.

Por su parte, el paquete propuesto para 1999 consistió en una disminución del déficit del Gobierno Central de 1,3% del PIB, con lo cual se espera reducir el déficit del mismo de 4,8% del PIB a 3,5%, y el del sector público consolidado de 3,3% del PIB a 2,1%. Este ajuste se da principalmente vía mayores ingresos tributarios (0,98% del PIB), y en menor medida a través de un recorte del gasto. Se estima que éste último será de \$906.600 millones (0,58% del PIB), de los cuales \$783.000 millones (0,5% del PIB) corresponden a gastos de inversión. Sin embargo, el Gobierno estima que en 1999 los pagos totales se incrementarán en \$464.237 millones de pesos (0,3% del PIB) adicionales a lo que se tenía estimado en el Plan Financiero para ese año, como resultado de mayores pagos tanto por concepto de intereses de deuda externa como por intereses de

deuda interna. En este caso, los efectos positivos del ajuste se verían en buena medida neutralizados.

Una parte del primer paquete de reformas ya fue aprobado por la Plenaria del Congreso y será objeto de la siguiente sección. Es importante anotar que los mayores avances se lograron en los temas de Reforma Tributaria y de "Bonos de Paz" y, las reformas al Estatuto Orgánico del Presupuesto y a las finanzas territoriales quedaron pendientes para ser debatidas en el transcurso del primer semestre del próximo año.

## II. REFORMA TRIBUTARIA

Poco tiempo después de la posesión del nuevo Gobierno, éste presentó el Congreso de la República un paquete de ajuste fiscal (que se mencionó en detalle en la sección anterior), cuyo eje central fue la Reforma Tributaria. Esta se dividió en cuatro grandes áreas: el impuesto a la renta, el impuesto a las ventas, el contrabando y la facturación y la autonomía de la Dian. Posteriormente, en el paso por el Congreso, se añadió una parte de la reforma de impuestos territoriales que originalmente formaba parte de un amplio Proyecto de Ley independiente, el cual pasará a ser debatido en el primer trimestre de 1999.

En el mes de diciembre de 1998, el Senado de la República aprobó los "Bonos de Paz" y el paquete de Reforma Tributaria<sup>4</sup> que entrarán en vigencia el primero de enero de 1999. En cuanto la Reforma Tributaria, si bien se destacan algunos logros en materia de impuestos directos e indirectos, en la lucha contra el contrabando y la evasión y en las nuevas facultades otorgadas al Gobierno para la reestructuración de la Dian, la Ley aún tiene grandes

---

<sup>4</sup> Leyes 487 y 488 de diciembre 24 de 1998 para los "Bonos de Paz" y la Reforma Tributaria, respectivamente.



vacíos y plantea algunas inquietudes. Además, se observa que la Reforma presentada originalmente por el Gobierno era bastante más ambiciosa que el paquete final aprobado por el Congreso, situación que en buena parte se derivó de las presiones de los parlamentarios y de unos grupos económicos por mantener privilegios tributarios para algunos sectores económicos.

En la Exposición de Motivos correspondiente al Proyecto de Ley "por el cual se expiden las normas en materia tributaria", el Gobierno planteó los principales objetivos y motivaciones de la Reforma. Esta se sustentó, en términos generales, en el hecho de que Colombia, de manera creciente, gasta más de los que recibe y, en consecuencia, el déficit crece cada día más. Adicionalmente, son cada vez mayores las dificultades para financiarlo, en parte porque el país ya está demasiado endeudado en el exterior, y en parte porque las crisis asiática y rusa han restringido, en particular para los países emergentes, la financiación con créditos externos.

Por otra parte, se estima que el presupuesto de gastos de la Nación es de \$44 billones y los ingresos tributarios sólo llegan a \$18 billones. Ante esta situación, es urgente reducir la brecha entre estas dos variables y, según los términos del mismo documento, dado que "ya no existe margen para reducir gastos, es imperativo mejorar el recaudo".

Por el lado de los impuestos, uno de los principales argumentos que se plantea radica en el hecho de que los ingresos tributarios han venido decreciendo en términos reales. En 1998 tuvieron sólo un crecimiento nominal de 12,9%, lo que significa un decrecimiento real de cerca de seis puntos. Las principales causas pueden encontrarse en la crisis económica que vive el país y en los elevados niveles de evasión que se calculan en cerca de 35% para el IVA y en más de 40% para el impuesto a la renta.

Por otra parte, se menciona en dicho documento que "según estudios de Fedesarrollo, en Colombia ya se acusa una curva de Laffer, o sea que a mayores tasas de tributación, mayor es la evasión". Esto sustenta uno de los principales objetivos de la Reforma consistente en reducir la tarifa del IVA y, en contraste, en ampliar la base de tributación.

Finalmente, se insiste en que el IVA es el impuesto que permite mayores controles en el recaudo, es el más eficiente en su administración y el de repercusión más inmediata, lo cual explica que éste haya sido el impuesto central en la Reforma Tributaria. Por su parte, en el caso del impuesto a la renta, los objetivos se limitaron a simplificar las normas, y en algunas ocasiones a corregirlas, con el objeto de mejorar el recaudo. También se utilizó este tributo como mecanismo para fomentar el ahorro de largo plazo y para promover el desarrollo de algunos sectores como por ejemplo la actividad constructora.

En resumen, la Reforma apuntó a mejorar el recaudo y volverlo más eficiente, a ampliar la base tributaria, a eliminar los focos de evasión y a simplificar procesos para facilitar el control y la labor de fiscalización. Para ello, se buscó acabar con discriminaciones en materia tributaria y otorgar una mayor neutralidad en los impuestos.

En términos cuantitativos, con el Proyecto de Reforma Tributaria presentado inicialmente al Congreso, se esperaba un recaudo adicional de \$1,58 billones (0,98 del PIB) en 1999: \$1,1 billones (0,7 del PIB) por concepto de la reforma al IVA y \$434.000 millones (0,28 del PIB) como resultado de una gestión más eficiente de la Dian y de la reducción de la emisión de Cert.

Sin embargo, durante los meses de negociaciones entre el Congreso y el Gobierno, el Proyecto de Reforma Tributaria original fue objeto de un gran nú-

mero de alteraciones. Así, por ejemplo, el Congreso insistió inicialmente en crear nuevos impuestos directos, con lo cual se contrariaba la filosofía del proyecto inicial (el IVA era el impuesto central). Debido a que el Congreso introdujo modificaciones frente a la propuesta de IVA presentada por el Gobierno que implicaban menores ingresos por este concepto, se buscó que éstos fueran compensados mediante la eliminación de la exención de 30% que tienen los salarios superiores a los 40 salarios mínimos para el impuesto de renta. Adicionalmente, como sustituto de los "Bonos de Paz", se crearía un impuesto sobre el patrimonio que se cobraría una sola vez y se destinaría a financiar el proceso de paz.

Como resultado de la oposición que generó, en particular la eventual creación de un impuesto al patrimonio, el Proyecto de Reforma Tributaria fue nuevamente modificado. Esta propuesta, así como la que buscaba eliminar la exención que tenían los salarios superiores a 40 salarios mínimos, fueron retiradas y se retornó de nuevo a la idea original de los denominados "Bonos de Paz". Finalmente, el Senado de la República aprobó los "Bonos de Paz" y el paquete de Reforma Tributaria, aunque con algunas modificaciones frente a los objetivos iniciales del Gobierno.

Con el paquete final aprobado por el Congreso, el monto de los ingresos tributarios adicionales que el Gobierno podrá recaudar con la aplicación de la Reforma se redujo a \$1 billón (inferior a la cifra estimada originalmente de \$1,6 billones), a lo cual deben sumarse \$700 mil millones por concepto de la inversión forzosa en "Bonos de Paz". De acuerdo con la última versión del Plan Financiero del Gobierno preparada por el Confis, con este nuevo paquete de reformas<sup>5</sup> el déficit consolidado del sector público será de 2,11% del PIB en 1999, y el correspondiente al Gobierno Central será de 3,35%

del PIB (cifras superiores en 0,11% del PIB frente a los estimativos originales del Gobierno).

En el presente informe se presentarán los aspectos más relevantes de la Reforma en materia de impuesto a la renta, IVA, lucha contra el contrabando y la evasión, la mejor gestión de la Dian y los impuestos territoriales. En los casos relevantes, se destacan las diferencias entre lo que fue planteado por el Gobierno y lo que finalmente aprobó el Congreso, mostrando también los grandes logros y las deficiencias que quedaron plasmadas en la Ley. Posteriormente, se muestran las cifras preliminares preparadas por el Gobierno que reflejan las implicaciones cuantitativas de la Reforma. Finalmente, se presentan las conclusiones más destacadas.

En términos generales Fedesarrollo considera que la filosofía que inspiró la reforma es correcta (el IVA como eje central de los nuevos impuestos, la necesidad de castigar el contrabando, etc.) aún cuando la evaluación final deberá hacerse sobre el paquete global de gastos e impuestos (los recortes de gasto apenas comienzan a discutirse; el Congreso otorgó atribuciones especiales al Presidente para la reestructuración de la Dian pero aún son inciertos los resultados en materia de un mayor recaudo).

Preocupan, sin embargo, algunos aspectos de la actual reforma tributaria finalmente aprobada: las excepciones al IVA resultaron mucho más generales de lo que proponía el Congreso y persiste la dispersión original de tarifas, lo cual dificultará la administración del impuesto y promoverá la corrupción. De otra parte, los pronósticos del Gobierno

---

<sup>5</sup> Además de la Reforma Tributaria y de los "Bonos de Paz", esta cifra de 2,11% del PIB de déficit resulta de los ajustes adicionales por un valor de \$2,3 billones consignados en el Decreto 001 del 2 de enero de 1999 se suman también \$2,5 billones adicionales por concepto de la Emergencia Económica.

parecen excesivamente optimistas: los impuestos recolectados serán mucho menores por cuanto la economía crecerá mucho menos que el 2,5% utilizado por el gobierno en sus proyecciones y no resulta fácil recolectar lo que el Gobierno estima como fruto de las reformas administrativas en la Dian.

## **A. Impuesto a las renta**

Uno de los principales objetivos del capítulo se centró en la eliminación de algunas exenciones que hoy existen a este tributo. Se consideró que las empresas que hacen intermediación financiera, las cajas de compensación, los fondos de empleados y los gremios que realizan actividades industriales y comerciales deben tributar en igualdad de condiciones. Igualmente, las empresas de servicios públicos, muchas de ellas privatizadas, deberían sustraerse más rápidamente del Régimen Especial al que están hoy en día sometidas, para lo cual se propuso bajar las deducciones que tienen de impuesto a la renta. Por otra parte, se eliminó la exención tributaria sobre tenedores de títulos de la Nación, con el propósito de darle el mismo tratamiento a quienes ahorran en estos títulos o en otros activos financieros.

También se buscó simplificar el sistema de ajuste por inflación, con el fin de facilitarle la operación a las personas jurídicas y se fomentó la reinversión de utilidades de empresas extranjeras en el país. Por otra parte, se pretendió modificar la base sobre la cual se aplica la Renta Presuntiva, desde el patrimonio bruto hacia el patrimonio líquido, pues se considera que no tiene sentido gravar los pasivos de personas gobernadas por las deudas. Se eliminaría también la Renta Presuntiva para entidades financieras sometidas a procesos de toma de posesión por parte del Estado, con el fin de otorgarles el mismo tratamiento que a las empresas del sector real que entran en concordato.

En el texto aprobado por la Plenaria del Senado se eliminaron y modificaron algunos de los aspectos del Proyecto de Ley original. También fueron agregados objetivos diferentes a los inicialmente planteados. A continuación se hace un recuento de los principales cambios en el impuesto a la renta frente al Estatuto Tributario vigente resaltando, en lo posible, las modificaciones frente al proyecto originalmente presentado por el Gobierno al Congreso.

En efecto, se incluyeron como nuevos contribuyentes de este impuesto las cajas de compensación familiar, los fondos de empleados y las asociaciones gremiales (que antes hacían parte del Régimen Especial<sup>6</sup>), con respecto a los ingresos generados en actividades industriales y comerciales, exceptuando aquellas relacionados con salud, educación y recreación. No quedarán gravados los ingresos originados en actividades financieras relacionadas con la inversión de su patrimonio<sup>7</sup>.

En adelante quedará gravada la utilidad derivada de la venta de acciones de baja bursatilidad, realizada a través de una bolsa de valores y se mantendrá la exención para las acciones de media y alta bursatilidad<sup>8</sup>. Con esto se buscó promover un mayor movimiento accionario y excluir del beneficio las acciones con un bajo nivel de transacciones en las bolsas de valores.

Se incrementó la deducción de intereses por préstamo de vivienda. Se elevó a 1000 Upac la deducción anual de intereses sobre préstamo de vivienda,

---

<sup>6</sup> Mientras anteriormente tributaban al 20%, con la Reforma pasarán a tributar el 35%.

<sup>7</sup> En el proyecto original se incluían también las entidades financieras.

<sup>8</sup> En el Estatuto Tributario anterior, ninguno de los tres casos constituía renta ni ganancia ocasional.

que actualmente está en 771 Upac. Se pretende con ello crear algunos incentivos para estimular el sector de la construcción y la creación de empleo en el país.

Se crearon mecanismos para fomentar el ahorro de largo plazo otorgando mayores incentivos a los empleados que ahorren en fondos de pensiones frente a los que existían en la legislación anterior. En adelante, se deducirán del impuesto las contribuciones a los fondos de pensiones, de jubilación e invalidez que realizan los trabajadores o los empleadores, tanto obligatorios como voluntarios, con la restricción de que el ahorro posible (obligatorio más voluntario) no puede ser superior al 30% de los ingresos laborales (antes el beneficio se limitaba al 20% de los ingresos laborales)<sup>9</sup>. Para que los retiros de los aportes voluntarios, el pago de los rendimientos generados por los mismos o el pago de pensiones tengan el beneficio tributario, deben cumplir con el requisito de permanencia mínima de cinco años en los fondos o seguros, salvo en el caso de muerte e incapacidad que dé derecho a pensión.

Por otra parte, se creó un incentivo de largo plazo al ahorro para impulsar la construcción que consiste en que, con un tope de 30% del ingreso laboral, los recursos que deposite un trabajador en las denominadas Cuentas de Ahorro para la Construcción no tendrán retención en la fuente ni serán considerados como un ingreso constitutivo de renta o ganancia ocasional. Sin embargo, los recursos que sean retirados antes de cinco años perderán estos beneficios. Los aportes a estas cuentas tendrán el mismo tratamiento que los aportes a los fondos de

pensiones. Sin embargo, el trabajador no podrá gozar simultáneamente de los beneficios de estos dos tipos de ahorro y deberá escoger uno de los dos esquemas.

Se eliminó desde el año gravable 1999 la Renta Presuntiva sobre el patrimonio bruto<sup>10</sup>. También quedarán excluidas de la Renta Presuntiva las sociedades en concordato o en proceso de liquidación, las entidades sometidas al control y vigilancia de la Superintendencia Bancaria en procesos de toma de posición y las empresas dedicadas al transporte masivo de pasajeros por el sistema de tren metropolitano.

Se mantuvieron los beneficios tributarios para los pagos que realizan los empleadores a los empleados y sus familias por concepto de alimentación, pero se impuso un tope de dos salarios mínimos mensuales vigentes<sup>11</sup> para los pagos deducibles.

Se eliminó la exención tributaria a contribuyentes que posean títulos de la Nación por concepto del pago del principal, intereses, comisiones y demás pagos<sup>12</sup>. Se mantiene la excepción para los pagos que se realizan a personas sin residencia o domicilio en el país, los cuales no quedarán gravados.

Además de los títulos sobre deuda pública interna o externa establecido en el Estatuto Tributario vigente, quedaron exceptuadas del impuesto de timbre las operaciones de crédito público, las operaciones

---

<sup>10</sup> A partir de la vigencia de la Reforma, la base gravable se hará teniendo en cuenta el patrimonio líquido. Aunque esta norma tiene un costo fiscal, se introdujo con el fin de corregir disposiciones anteriores que generaban distorsiones en el sistema.

<sup>11</sup> En la legislación anterior este tope no existía.

<sup>12</sup> En el Estatuto Tributario anterior, éstos estaban excluidos de todo tipo de impuestos.

---

<sup>9</sup> De esta manera, el asalariado que ahorre en los fondos de pensiones el máximo posible, tendrá desgravado el 51% de su ingreso (frente a un 44% con la legislación anterior).

asimiladas a operaciones de crédito público, las operaciones de manejo de deuda pública y las conexas con las anteriores que realicen las entidades estatales.

Según el Estatuto anterior, los dividendos o participaciones recibidos por extranjeros no residentes en el país pueden gozar de la exoneración del impuesto de remesas de 7% cuando éstos son reinvertidos en el país. Con el fin de fomentar la reinversión de utilidades de las empresas extranjeras en el país, en la nueva Reforma se considera que hay reinversión de las mismas con el simple mantenimiento de las utilidades dentro del patrimonio de la empresa, en cuyo caso quedarán exentas del impuesto.

Con el fin de simplificar el manejo de la contabilidad de las empresas, se eliminó el sistema de ajustes por inflación para los inventarios y para las cuentas de inventarios que las empresas debían hacer mensualmente. Solamente serán objeto de ajuste por inflación los activos fijos y el patrimonio. Los contribuyentes que deseen no efectuar el ajuste por inflación, deberán notificar a la Dian su decisión de no hacerlo, siempre y cuando demuestren que el valor de mercado del activo es por lo menos inferior en un 30% al costo que resultaría si se aplicara el ajuste respectivo. Sobre esta norma se otorgaron facultades extraordinarias al Gobierno para que, en el término de seis meses, modifique o elimine el sistema de ajustes por inflación<sup>13</sup>.

Se incorporaron nuevos servicios al pago de impuestos. Los pagos por servicios de consultorías, servicios técnicos y asistencia técnica prestados desde el exterior o dentro del país, por personas no residentes en Colombia, quedarán gravados de

impuesto a la renta y de remesas con una tarifa del 10%<sup>14</sup>.

Se ampliaron las exenciones de retención en la fuente para los créditos obtenidos en el exterior por los patrimonios autónomos cuyas actividades se consideren de interés para el desarrollo económico del país, de acuerdo con las políticas adoptadas por el Conpes<sup>15</sup>.

Aunque se mantuvo un beneficio tributario para las empresas sobre el IVA pagado por la adquisición de activos fijos, éste se redujo. Se eliminó el descuento del IVA por la adquisición de activos fijos y se sustituyó por una deducción en el impuesto sobre la renta. En adelante, se deducirá en el impuesto sobre la renta el impuesto sobre las ventas pagado en la adquisición o nacionalización de bienes de capital, de equipos de computación y de equipos de transporte para las empresas transportadoras, excepto para los vehículos automotores y los camperos<sup>16</sup>. Si bien se conservó el beneficio, su reducción disminuye los incentivos tributarios a la inversión.

Con el fin de lograr un mayor recaudo, se otorgaron nuevos beneficios de auditoría. La norma es diferente para cada año gravable pero opera de la siguiente manera: si en la liquidación del año gravable de 1998, por ejemplo, los contribuyentes aumentan su impuesto neto de renta en un mínimo de 30%

---

<sup>14</sup> En el Estatuto anterior los pagos por servicios realizados en Colombia tenían una tarifa de 35% que pasará en adelante a ser del 10%. Esto se hizo con el fin de unificar al 10% la tarifa.

<sup>15</sup> Antes sólo eran exentos los créditos externos obtenidos por las empresas nacionales, extranjeras o mixtas establecidas en el país con igual propósito.

<sup>16</sup> La reducción del beneficio consistió en que la deducción tiene límites y topes mayores a los del descuento.

---

<sup>13</sup> Esta fue una de las normas que se introdujo con el fin de simplificar el sistema más que de aumentar el recaudo.



frente al año gravable 1997, ésta quedará en firme seis meses después de haber sido presentada y no estarán sujetos a la auditoría que realiza la Dian. Para gozar de este beneficio, la declaración y los pagos deben haberse efectuado en los plazos oportunos.

Se creó un descuento tributario por la generación de empleo. Los contribuyentes del impuesto sobre la renta podrán solicitar un descuento tributario equivalente al monto de los gastos por salarios y prestaciones sociales canceladas que correspondan a nuevos empleos directos que se generen en su actividad productora de renta y hasta por un monto máximo del 15% del impuesto neto de renta del respectivo período. Además de otras condiciones, el descuento sólo aplicará si el número de los nuevos empleos generados es superior al 5% del número de trabajadores a su servicio al 31 de diciembre del año inmediatamente anterior.

Con el fin de simplificar tanto el pago como el recaudo del impuesto, se creó un Régimen Unificado de Imposición (RIU) para pequeños contribuyentes del impuesto sobre la renta y responsables del impuesto sobre las ventas. Estos contribuyentes tendrán la oportunidad de liquidar los dos impuestos en forma unificada pagando una cuota fija anual determinada por la Dian.

No constituirán renta ni ganancia ocasional los aportes de Entidades Estatales, sobretasas e impuestos para financiamiento de sistemas de servicio público de transporte masivo de pasajeros<sup>17</sup>.

Se creó una tarifa de retención en la fuente de 4% para los rendimientos financieros provenientes de

los títulos emitidos por las entidades vigiladas por la Superintendencia Bancaria o de títulos emitidos en desarrollo de la deuda pública, cuyo período de redención no sea inferior a 5 años.

## **B. Impuesto sobre las ventas**

En el segundo capítulo relacionado con el impuesto sobre las ventas IVA, se determinó bajar un punto la tarifa y ampliar la base. Al mismo tiempo, se buscó que continuaran excluidos del impuesto bienes que hacen parte del consumo básico, los perecederos y artículos de primera necesidad, los libros, revistas culturales y periódicos y los útiles escolares. Por el contrario, quedarían gravados los productos procesados.

Se buscó, adicionalmente, eliminar algunas exenciones y se trató de dar un trato igualitario a todos los contribuyentes, afectando lo menos posible la inflación.

Al mismo tiempo, se pretendió aumentar el recaudo eliminando tarifas diferenciales en productos como vehículos y licores, con el fin de evitar la subfacturación (en el primer caso) y el contrabando (en el segundo). Se pretendía con ello simplificar y hacer más eficiente el recaudo de impuestos, y al tiempo mejorar las rentas de los departamentos a través del mayor consumo derivado de la rebaja en precios.

En materia de servicios; seguirían excluidos sectores básicos como salud, educación, servicios funerarios, servicios públicos domiciliarios, arriendos para vivienda, servicios de adecuación y riego para el sector agrícola, pero se incluirían nuevos servicios en la cobertura del impuesto. Además, frente a la crítica situación que vive el sector, se buscó desgravar el IVA para servicios hoteleros.

---

<sup>17</sup> Este nuevo tratamiento beneficiará principalmente la financiación de grandes sistemas de transporte como el Metro de Medellín.

A continuación, se presentan los principales aspectos aprobados por el Congreso:

Uno de los aspectos más relevantes de la Reforma fue la modificación de la tarifa general del impuesto a las ventas. La tarifa seguirá en 16% y se reducirá a 15% a partir de noviembre de 1999.

En cuanto a los bienes, en el primer artículo del Proyecto de Ley el Gobierno propuso una lista de bienes que hacen parte de la canasta básica que no causarían impuesto como son todos aquellos bienes en su estado natural que no son objeto de transformaciones<sup>18</sup>. El resto de productos (los procesados) deberían quedar gravados con la tarifa general del 16%<sup>19</sup>.

Este fue quizás uno de los aspectos más polémicos del debate en el Congreso y fue ahí donde el Congreso hizo recortes importantes a la propuesta del Gobierno. Algunos de los bienes que el Gobierno pretendía gravar con la tarifa general del 16% quedaron finalmente excluidos, otros exentos (con derecho a devolución) y otros con una tarifa especial del 10%.

Entre los primeros (excluidos), se resaltan la malta, algunos productos procesados de carnes y pescados (como los embutidos y el atún enlatado), algunos derivados del azúcar, el cacao, el agua mineral en-

---

<sup>18</sup> Entre éstos se encuentran los caballos y demás animales vivos, la carne y el pescado, la leche, los huevos, los vegetales y las frutas, los cereales y las harinas, los productos de panadería, el tabaco, la sal, los aceites crudos de petróleo, los medicamentos y otros artículos farmacéuticos, los periódicos, los libros y revistas de carácter científico y cultural, los lápices, las armas de guerra y el gas y la energía eléctrica para uso doméstico.

<sup>19</sup> En particular, en el caso de estos últimos, se trata de productos procesados como por ejemplo las pulpas de fruta, los jugos, los enlatados, las sopas de sobre y artículos de limpieza, bienes que antes no se gravaban con el impuesto.

vasada, los abonos, plaguicidas e insecticidas, el papel prensa, algunos tipos de motores y los medicamentos y sus materias primas. En el proyecto original también se propuso crear una tarifa especial del 8% para la cerveza, pero este artículo fue eliminado en su paso por el Congreso. De otra parte, otro grupo de productos que antes tenían el carácter de exentos quedaron finalmente excluidos. Estos corresponden a los bienes de la partida arancelaria 4818400000 que incluyen productos como las compresas, las toallas higiénicas y los pañales.

Para el conjunto de bienes excluidos pero que pagan IVA sobre los insumos, y con el fin de evitar una situación de desventaja frente a los productos importados (que no pagan IVA), se estableció que éstos últimos tendrán que pagar una tarifa general del IVA promedio implícita en el costo de producción de bienes de la misma clase de producción nacional. Sin embargo, quedaron excluidos de esta tarifa de IVA implícita aquellos bienes importados cuya oferta nacional sea insuficiente<sup>20</sup>.

Por otra parte, se creó una tarifa especial de 10% sobre algunos productos para los cuales el Gobierno proponía la tarifa general, entre los que se encuentran los jabones, la mantequilla y la margarina, los aceites y las grasas.

En cuanto a los vehículos, se pretendió reducir las elevadas tarifas como la del 60% que fomentaban el contrabando, desincentivaban el consumo y reducían el recaudo<sup>21</sup>. Con la nueva reforma, los ve-

---

<sup>20</sup> Este aspecto plantea ciertos interrogantes dada la dificultad de medir cuando se considera que hay oferta insuficiente. El artículo no especifica nada respecto de esta medición.

<sup>21</sup> Adicionalmente se incorporó una definición más precisa de los camperos, pues la anterior causaba contrabando técnico y elusión.

hículos tendrán en adelante cuatro tipos de tarifas: la tarifa general, 20%, 35% y 45%. Los vehículos incluidos en el artículo 469 del Estatuto Tributario (automotores de servicio público, los de transporte de carga, las ambulancias, y los de tipo mortuorios) tendrán la tarifa general del 16% y en noviembre de 1999 del 15%. Se creó además una tarifa especial de 20% para los vehículos automóviles para transporte de personas con motor hasta de 1.400 cc fabricados o ensamblados en el país (distintos a los contemplados en el artículo 469), para los camperos fabricados en el país o importados cuyo valor FOB no exceda US\$30.000, para los vehículos para transporte de mercancías cuyo peso sea inferior a 10.000 libras americanas, para los chasises y las carrocerías destinadas a este tipo de vehículos, para las motocicletas y motos fabricadas o ensambladas en el país con motor de más de 185 cc y para los barcos de recreo o deporte fabricados en el país. Por otra parte, los vehículos automotores importados serán sometidos a una tarifa del 35%, al igual que las motocicletas y motos importadas, los camperos importados cuyo valor FOB sea superior a US\$ 30.000 así como los chasises y carrocerías destinadas a los vehículos con este gravamen. Finalmente, quedarán gravados con una tarifa del 45% los vehículos para uso particular cuyo valor FOB sea igual o superior a US\$40.000.

Con el fin de mejorar el recaudo sobre las mercancías importadas, se amplió la base gravable. Se estableció que la base gravable sobre la cual se liquida el impuesto sobre las ventas en el caso de las mercancías importadas, será la misma que se tiene en cuenta para liquidar los Derechos de Aduana más el valor del gravamen<sup>22</sup>.

---

<sup>22</sup> Antes se calculaba el valor CIF más el gravamen. La definición del valor según Aduanas es más amplia, ya que incorpora otros conceptos además del valor como por ejemplo sobretasas y derechos antidumping, entre otros.

En materia de servicios, continuaron exceptuados servicios básicos como los médicos, el transporte público, los servicios públicos, el arrendamiento, la educación y la salud, el almacenamiento, la adecuación de tierras, los servicios relacionados con la producción agropecuaria y pesquera y con la comercialización de los respectivos productos, los servicios funerarios y los servicios de alojamiento. En cambio, se incluyeron algunos nuevos servicios al pago del IVA del 16% como fue el caso de las peluquerías y los servicios turísticos<sup>23</sup>.

También se incluyeron dentro del grupo de gravamen de 10% el transporte aéreo de pasajeros, excepto aquel con destino o procedencia de rutas nacionales donde no exista transporte terrestre organizado. Tampoco serán gravados los tiquetes adquiridos para ser utilizados del 20 de diciembre al 31 de enero, en época de semana santa, y del 20 de junio al 10 de julio. Igualmente, se estableció un IVA del 16% para pasajes aéreos internacionales adquiridos en el exterior para ser utilizados originando el viaje en territorio nacional.

Quedarán además gravados los servicios de publicidad con una tarifa del 10% hasta el año 2000, y a partir del 2001 tendrán la tarifa general vigente al 1º de enero de ese año. Se exceptúan de esta obligación los periódicos pequeños<sup>24</sup>, la publicidad en algunas emisoras de radio<sup>25</sup> y las programadoras de canales regionales de televisión<sup>26</sup>.

---

<sup>23</sup> Excepto los paquetes que sean utilizados en el exterior o aquellos vendidos en el exterior para ser utilizados en territorio colombiano.

<sup>24</sup> Aquellos que registren ventas en publicidad a 31 de diciembre de 1998 inferiores a tres mil millones de pesos.

<sup>25</sup> Cuyas ventas sean inferiores a 500 millones de pesos al 31 de diciembre de 1998.

<sup>26</sup> Cuyas ventas sean inferiores a 1000 millones de pesos al 31 de diciembre de 1998.

## 1. Contrabando y evasión fiscal

En el capítulo tercero de la Reforma Tributaria, se planteó una lucha frontal contra el contrabando. Para este efecto, se propuso eliminar el tope que hoy existe de mil salarios mínimos para tipificar el delito. Adicionalmente, se propuso aumentar las penas para los contrabandistas y acabar con decisiones arbitrarias de la Dian que favorecen las importaciones ilegales. Por último, se buscó ampliar las penas para el favorecimiento al contrabando, y en especial cuando se trata de servidores públicos.

Como mecanismo de control, se buscó reforzar el papel de las Sociedades de Intermediación Aduanera (S.I.A), que deberán además ser responsables de las sanciones en caso de contrabando. Se estableció, adicionalmente, que la Aduana deberá apoyarse en ellas para prevenir el contrabando.

Se buscó también generalizar la expedición de facturas en el comercio con el fin de reducir la evasión y, en este caso, el consumidor debe exigir las al comerciante.

Las principales medidas fueron las siguientes:

Quien importe al país una mercancía cuyo valor esté entre 200 y 300 salarios mínimos o la exporte sin declararla a las autoridades aduaneras, tendrá una pena de prisión de tres a cinco años y una multa equivalente al 200% del valor CIF de la mercancía involucrada. Con esta medida se redujo la dosis mínima de contrabando. Además, si el valor de la mercancía supera los 200 salarios mínimos, la pena será de cinco a ocho años de prisión<sup>27</sup>.

---

<sup>27</sup> En el Proyecto original, la pena establecida para todo tipo de mercancías independientemente de su valor era de 4 a 8 años de cárcel.

Se reforzó el papel de las S.I.A. y se estableció que cuando éstas intervengan como declarantes de las importaciones o exportaciones, deberán responder por los gravámenes, tasas, sobretasas, multas o sanciones pecuniarias que se deriven de las actuaciones que realicen como declarantes autorizados. También deberán responder penalmente por las conductas incorrectas que se relacionen con la naturaleza, cantidad, posición arancelaria y gravámenes correspondientes a la mercancía respectiva. Para este efecto, tendrán la facultad de inspeccionar las mercancías con anterioridad a su declaración ante la Dirección de Aduanas. Sin embargo, se determinó que el importador o exportador será directamente el responsable por el valor declarado de la mercancía.

En materia de favorecimiento al contrabando, se estableció que quien posea, tenga, transporte, almacene o distribuya mercancía de contrabando por un valor superior a 100<sup>28</sup> salarios mínimos, tendrá una pena de prisión de uno a cinco años y una multa de 100 salarios mínimos. Adicionalmente, el servidor público que participe de alguna manera en la actividad del contrabando, tendrá una pena de prisión de cinco a ocho años, multa hasta por 200% del valor de las mercancías y quedará inhabilitado para ejercer funciones públicas por un período de cinco a ocho años.

Adicionalmente, se estableció que el contrabando constituye una violación al régimen cambiario y, como tal, será objeto de sanción cambiaria. Esta última se determinará sobre el valor de la mercancía establecido por la Dian<sup>29</sup>.

---

<sup>28</sup> En el proyecto original se incluían mercancías superiores a 20 salarios mínimos.

<sup>29</sup> La sanción también aplicará al caso de mercancías cuyo valor declarado es inferior al valor de Aduanas.

Se definieron además sanciones para quienes expidan facturas sin cumplir con los requisitos que impone la Ley, y éstas serán equivalentes al uno por ciento del valor de las operaciones facturadas. Por otra parte, se efectuará la clausura de los establecimientos en los casos en que no se expida factura o ésta no cumpla con los requisitos establecidos en la Ley. Por el lado de los consumidores, también se estableció la obligatoriedad de exigir facturas por las compras pues, de no hacerlo, la mercancía le será retenida por la Dian.

## **2. Fortalecimiento de la administración tributaria y aduanera**

Este fue el objeto del cuarto capítulo del Proyecto de Ley presentado al Congreso. En una primera instancia se propuso la creación de un Cuerpo Elite de la Policía Nacional quien actuará de manera conjunta con la administración aduanera y deberá apoyar la labor de los funcionarios de la Dian en el control al ingreso de contrabando y brindar un apoyo en la lucha contra los delitos conexos con el narcotráfico y con el lavado de dinero.

En cuanto a la lucha contra la evasión, el proyecto propuso una mayor autonomía de la Dian para efectos de ejercer un mayor control y para contar con mejores mecanismos de represión para aquellos casos en que se incurra en los delitos mencionados.

Para efectos de lo anterior, se otorgaron facultades extraordinarias al Presidente de la República por un término de seis meses para organizar la Dian y reestructurar la planta de personal, y se creó en la entidad la Policía Fiscal y Aduanera como un aparato armado que, además de ejercer funciones de fiscalización, ejercerá funciones de policía judicial.

## **3. Impuestos territoriales**

Este articulado no fue propuesto originalmente por el Gobierno y fue introducido a lo largo de su paso

por el Congreso. El Gobierno presentó un Proyecto de Ley separado sobre las entidades territoriales pero este no tuvo mayores avances y será discutido en el mes de marzo de 1999.

Los principales aspectos fueron la autorización a los municipios, distritos y departamentos a adoptar una sobretasa al consumo de gasolina motor extra y corriente y al ACPM. Se creó como contribución nacional la sobretasa al ACPM del 6%, que será cobrada por la Nación y distribuida en un 50% para el mantenimiento de la red vial nacional y otro 50% para los departamentos, incluido el Distrito Capital, con destino al mantenimiento de la red vial. En cuanto a la tarifa municipal y distrital para la gasolina, se estableció que el Consejo Municipal Distrital tendrá un plazo de 90 días para fijar una tasa entre 14% y 15%. Para los departamentos, la Asamblea Departamental fijará la tarifa de la sobretasa la cual tendrá que estar entre 4% y 5%. Para el Distrito Capital, la sobretasa podrá continuar siendo hasta del 20%. Para aquellos municipios, distritos o departamentos que no hayan adoptado la sobretasa respectiva, se cobrará la sobretasa nacional del 20% para la gasolina y del 6% para el ACPM.

Los recursos provenientes de la sobretasa a la gasolina y al ACPM podrán titularizarse y tenerse en cuenta como ingreso para efecto de la capacidad de pago de los municipios, distritos y departamentos.

Se creó un impuesto de vehículos automotores sobre su propiedad o posesión, el cual sustituirá a los impuestos de timbre nacional sobre vehículos automotores y el de rodamiento. La renta de este impuesto corresponderá a los municipios, distritos, departamentos y el Distrito Capital de Santafé de Bogotá. La base gravable estará constituida por el valor comercial del vehículo. Las tarifas van desde 1,5% hasta 3,5%, según el valor del vehículo. Se creó además una calcomanía obligatoria como prue-



ba del pago oportuno del impuesto. Del total recaudado, le corresponderá el 80% al departamento, el 20% a los municipios y, en el caso del Distrito Capital, el 100%.

Además, se creó un impuesto y una regalía sobre la explotación de recursos naturales no renovables como oro, plata y platino, los cuales se destinarán a los municipios productores.

Todo aumento de capital suscrito en las sociedades por acciones, inscritas en el Registro Mercantil, está sometido al pago del impuesto de registro que establece la Ley.

Cálculos preliminares indican que con lo dispuesto en la reforma para las entidades territoriales, los fiscos departamentales y municipales recaudarán el próximo año cerca de \$900 mil millones.

### **C. Las cifras de la reforma**

De acuerdo con los cálculos preliminares elaborados por la Dian, el mayor recaudo por concepto de la Reforma Tributaria será de \$1,1 billones (0,76% del PIB) para 1999, de \$419 mil millones (0,23% del PIB) para el año 2000 y de \$459 mil millones (0,22% del PIB) para el 2001. Si se incluyen los "Bonos de Paz", los valores serán de \$1,8 billones para 1999 y de \$1,1 billones para el 2000 (Cuadro 1). Más adelante se explican las razones que llevan a que los recaudos disminuyan en el tiempo.

Aunque se esperaba que la principal fuente del nuevo recaudo fueran las modificaciones introducidas en el IVA, en los cálculos se observa que el mayor porcentaje del nuevo recaudo en 1999 se dará por la mejor gestión de la Dian (\$516 mil millones, el 44,3% del total recaudo por concepto de la Reforma Tributaria). En cuanto a los impuestos,

el efecto de la ampliación de la base gravable del IVA y la disminución de un punto a partir de noviembre de 1999 incrementarán el recaudo en \$596 mil millones (el 51,2% del total del nuevo recaudo). El nuevo recaudo por impuesto a la renta (excluyendo la mayor gestión de la Dian) será negativo en \$70 mil millones, debido a los menores recaudos que se generarán a raíz de los nuevos incentivos creados mediante este tributo. Finalmente, el incremento de la tarifa del impuesto de timbre de 1,0% a 1,5% tendrá un aporte importante a los nuevos recaudos por \$121 mil millones.

Para los años 2000 y 2001, el menor recaudo frente a 1999 se explica porque aún no se tienen cálculos sobre el aporte de la mejor gestión de la Dian y porque se reducirá a cerca de la mitad el correspondiente al IVA. En el año 2001, la obtención de mayores recaudos se verá además perjudicada por la desaparición de los ingresos provenientes de los "Bonos de Paz" cuyo efecto sólo se observará en 1999 y en el 2000.

#### **1. Consideraciones finales**

Una de las principales conclusiones que se desprende del texto de Reforma Tributaria aprobada por el Congreso y que es consistente con los objetivos iniciales, radica en que el recaudo adicional por la vía de impuestos se obtendrá a través del IVA. Por su parte, el recaudo originado en las modificaciones al impuesto a la renta podrá incluso reducirse como resultado, entre otros, de las deducciones establecidas con el fin de crear incentivos al empleo de nuevos trabajadores y al ahorro de largo plazo y debido al fomento a la inversión a través de la reducción de las remesas al exterior.

En cuanto al impuesto a las ventas, sobresale como uno de los mayores logros el haber incorporado al pago del impuesto algunos bienes y servicios que

**Cuadro 1. DIRECCION DE IMPUESTOS Y ADUANAS NACIONALES, PROYECTO DE REFORMA TRIBUTARIA RECAUDO NETO CON TARIFA DEL 15% EN IVA DESDE EL 1 DE NOVIEMBRE<sup>a</sup>**  
(Cifras en millones de pesos)<sup>b</sup>

| Concepto   | 1999      | 2000      | 2001    |
|--|-----------|-----------|---------|
| <b>Mayor recaudo por modificaciones del impuesto sobre la renta</b>  | 446.085   | 33.911    | 35.236  |
| Mayor gestión Dian   | 516.000   | 0         | 0       |
| Otros  | -69.915   | 33.911    | 35.236  |
| <b>Incremento tarifa de impuesto de timbre del 1,0% al 1,5%</b>  | 121.444   | 148.383   | 163.221 |
| <b>Mayor recaudo por modificaciones al IVA</b>   |           |           |         |
| Efecto neto del mayor recaudo por ampliación de la base gravable y menor recaudo por disminución de un punto de la tarifa <sup>c</sup> | 596.450   | 237.670   | 261.437 |
| <b>Mayor recaudo por reforma tributaria (I + II + III)</b>   | 1.163.979 | 419.964   | 459.894 |
| Como proporción del PIB (%)  | 0,65      | 0,23      | 0,22    |
| Bonos para la paz <sup>d</sup>   | 672.328   | 773.177   | 0       |
| <b>Mayor recaudo por reforma de renta, IVA, otros impuestos y bonos para la paz (IV + V)</b>   | 1.836.307 | 1.193.141 | 459.894 |
| Como proporción del PIB (%)  | 1,20      | 0,67      | 0,22    |

<sup>a</sup> Estos cálculos son preliminares y no incluyen algunas fuentes de nuevos recaudos.

<sup>b</sup> Expresado en precios corrientes del año calendario en el cual se recaudaran.

<sup>c</sup> La proyección del recaudo esperado considera que la norma opera a partir del 1 de enero de 1999 con ampliación de base al 16% y 15% a partir del 1 de noviembre de 1999. Incluye IVA interno y externo. Para IVA interno se recaudarían sólo 5 bimestres. Los bienes a la tarifa del 10% se gravan a partir del 1 de enero de 1999.

<sup>d</sup> Actualizado con la inflación prevista para el año 2000.

Fuente: Declaraciones Tributarias, División de Métodos y Procedimientos - ONSI - Dian, Cuentas Nacionales 1995. Dane y supuestos Macroeconómicos básicos del 27-11-98. Cálculos oficina de Estudios Económicos - División de Estadística y División de Estudios Fiscales - Dian.

antes gozaban del privilegio de la exclusión. Sin embargo, lo que se obtuvo en este campo fue inferior a los planes iniciales del Gobierno, no sólo porque el grupo de productos que quedaron excluidos resultó más abultado que el originalmente propuesto (se incluyeron algunos bienes procesados), sino además por cuanto algunos artículos y servicios para los cuales se proponía una tarifa del 16% (15% a partir de noviembre de 1999) quedaron gravados con una tarifa de sólo 10% (los jabones, la mantequilla y los aceites y grasas, y algunos servicios como la publicidad y los pasajes aéreos). De

hecho, ello determinó que se redujera en forma sustancial el monto que el Gobierno pretendía recaudar con la Reforma. En términos generales, se pudo observar que las modificaciones del texto definitivo frente al proyecto original son la clara muestra de los buenos resultados del cabildeo ante el Congreso que hicieron algunos representantes de diferentes sectores productivos.

Otro de los puntos débiles de la Reforma, tiene que ver con la mayor dificultad en la administración de los impuestos. Por ejemplo, para los casos de los

servicios ahora gravados, el pago del impuesto quedó sujeto a una serie de condicionamientos y de excepciones que harán difícil la administración de los mismos. Por ejemplo, para los pasajes aéreos, el pago del IVA dependerá de la temporada en que se realice el viaje y, en el caso de la publicidad, el cobro del IVA no será generalizado y quedarán excluidos de esta obligación la publicidad en los periódicos pequeños, las pequeñas emisoras de radio y los canales regionales de televisión.

Aunque se puede prever que habrá serios problemas en la administración de estos impuestos, la reglamentación de las normas será crucial para llenar algunos grandes vacíos que aún existen. Uno de los casos más críticos es el de los servicios de radio, prensa y televisión, para los cuales la norma no es clara en cuanto al gravamen al que estarán sujetos. Se especifica la tarifa de la publicidad en estos medios pero no de los medios en sí. Podría interpretarse que quedarán gravados con la tarifa general del 16%, pero esto no es del todo claro.

Por otra parte, el resultado en materia de tarifas diferenciales del IVA no fue consistente con los planteamientos originales del Gobierno. En la Exposición de Motivos presentada por el Gobierno al Congreso, se insistió en varias oportunidades en la necesidad de simplificar las tarifas. Dice textualmente el documento: "El país que presenta la mayor dispersión (entre diferentes países de América Latina) es Colombia. Ello dificulta el recaudo y le pone trabas a la Administración. Los procesos de verificación se vuelven interminables y el control exige invadir la privacidad de los contribuyentes. Esta reforma busca en lo posible, eliminar las tarifas diferenciales en el IVA". El cuadro al que hace referencia ese documento muestra que hasta antes de la reforma existían cinco tarifas diferenciales además de la exclusión (16%, 20%, 35%, 45%, y 60%), pero ahora fueron aprobadas cinco tarifas diferen-

ciales nuevamente (10%, 16%, 20%, 35% y 45%). Lo que se observa es que no se obtuvo una mayor simplicidad en los tributos, lo cual dificultará la labor de fiscalización y de control y, con esto, no se habrá cerrado una de las principales fuentes de evasión, así como tampoco se logrará una administración más eficiente. Claramente, el país no logró avanzar sustancialmente hacia la menor dispersión tarifaria en el IVA.

En síntesis, se observó un menor alcance de la Reforma Tributaria frente a lo inicialmente proyectado por el Gobierno. En principio se hablaba de un recaudo adicional para 1999 de \$1,6 billones, pero esta cifra fue modificada después de la aprobación de la Reforma Tributaria a cerca de \$1 billón (se habla, incluso, de \$800 mil millones), y a \$419.000 millones para el año 2000. Como se mencionó, esto se dio como resultado de las transformaciones que sufrió el proyecto original sobre el IVA en su tránsito por el Congreso.

Evidentemente, este elemento cuestiona el propósito de bajar el déficit fiscal al 2.1% para el próximo año, debido a que el bajo crecimiento de 1999 traerá menores recaudos de los que espera el gobierno (los cálculos fueron hechos con un crecimiento de la economía de 2,0%), y esto compensará las expectativas que se tienen sobre la mejor gestión de la Dian. También parecen excesivamente optimistas los cálculos del gobierno sobre los ingresos adicionales que conllevará una administración de impuestos más eficiente.

En cuanto a la sobretasa a la Gasolina y al ACPM, consideramos que fue una medida acertada en el sentido en que provee recursos adicionales a las regiones. No obstante, el hecho de imponer una sobretasa de 20% establecida como un tributo a nivel nacional va en contra del esfuerzo fiscal a nivel te-

rritorial. Si bien es cierto que era importante la autorización a las Entidades Territoriales para cobrar este tributo, no era necesario que el Congreso hubiera fijado una tasa única nacional. Consideramos que era competencia de los entes territoriales decidir el monto del tributo en cada caso. Lo que este hecho sugiere, es que, de alguna manera, con esta medida se dio un paso atrás en materia de descen-

tralización y la responsabilidad local para el recaudo del tributo se transfirió al Congreso de la República, evitando así para las regiones los costos políticos que puede generar una medida de este estilo. Adicionalmente, cabe resaltar que poco se logró en materia de tributación de las Entidades Territoriales, un área crucial en cualquier reforma tributaria sería en el país.

## SUMARIO

|   |     |
|---|-----|
| TREINTA Y CINCO AÑOS DE <i>CUADERNOS DE ECONOMÍA</i><br><i>Vittorio Corbo</i>   | 273 |
| VISIÓN RETROSPECTIVA DE ALGUNOS ASPECTOS ESENCIALES DE<br>LA ECONOMÍA CHILENA A TRAVÉS DE <i>CUADERNOS DE ECONOMÍA</i><br><i>Dominique Hachette de la F.</i><br><i>Fernando Ossa S.</i> | 275 |
| FLUJO DE CAJA Y DECISIONES DE INVERSIONES EN CHILE:<br>EVIDENCIA DE SOCIEDADES ANÓNIMAS ABIERTAS<br><i>Juan Pablo Medina G.</i><br><i>Rodrigo Valdés P.</i>                             | 301 |
| FINANCIAMIENTO COMPARTIDO DE LA EDUCACIÓN<br><i>Bernardita Vial L.</i>  | 325 |
| UTILIZACIÓN DE PRESTACIONES DE SALUD EN CHILE:<br>¿ES DIFERENTE ENTRE GRUPOS DE INGRESO?<br><i>Claudio Sapelli G.</i><br><i>Bernardita Vial L.</i>                                      | 343 |
| EL SEGURO PREVISIONAL DE SALUD: DETERMINANTES DE LA<br>ELECCIÓN ENTRE SEGURO PÚBLICO Y PRIVADO, 1990-1994<br><i>Claudio Sapelli G.</i><br><i>Aristides Torche L.</i>                    | 383 |

## TECHNICAL NOTE

|  |     |
|--|-----|
| DOES CORE INFLATION HELP FORECAST TOTAL INFLATION?<br>EVIDENCE FROM COLOMBIA<br><i>John Thornton</i> | 407 |
| INDICE ALFABÉTICO DE ARTÍCULOS: 1994-1998  | 415 |
| CLASIFICACIÓN POR MATERIA: 1994-1998   | 427 |

---

## INSTITUTO DE ECONOMÍA PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DE CHILE

---

### PRECIO SUBSCRIPCIÓN ANUAL 1999 (CUATRIMESTRAL)

|                |      |        |                       |
|----------------|------|--------|-----------------------|
| Chile          | \$   | 11.000 |                       |
| América Latina | US\$ | 44     | (incluye envío aéreo) |
| Europa y USA   | US\$ | 54     | (incluye envío aéreo) |

### NUMEROS SUELTOS OATRASADOS

|            |      |       |                       |
|------------|------|-------|-----------------------|
| 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

*Cuadernos de Economía*  
Pontificia Universidad Católica de Chile

Derechos reservados

Inscripción N° 63.967

(autorizada su reproducción con mención de las fuentes)



# 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**

# Neutralidad monetaria en la tasa de cambio real colombiana

---

*Andrés Felipe Arias L.  
Martha Misas A.<sup>1</sup>*

## RESUMEN

Identificamos y estimamos un modelo SVAR sobre las tasas de cambio real y nominal a través de la descomposición de Blanchard y Quah. Esto nos permite determinar la magnitud y la duración de los efectos de choques reales y nominales sobre las tasas de cambio real y nominal. Encontramos que las fuentes fundamentales de las fluctuaciones de la tasa de cambio real son factores reales. Nuestro primer resultado es que el efecto real de los choques nominales desaparece en menos de seis meses. En segundo lugar, que el tiempo de convergencia ha disminuido desde la implementación de las bandas cambiarias.

---

<sup>1</sup> Asistente de la Gerencia Técnica e Investigador, respectivamente, del Banco de la República. Las opiniones aquí expresadas no comprometen al Banco de la República ni a su Junta Directiva. Los autores desean agradecer especialmente a Luis F. Melo por permitir la utilización de su programa de Bootstrap. Las discusiones con Alberto Carrasquilla, Juan Carlos Echeverry, Arturo Galindo, Luis F. Melo, Hugo Oliveros y José Darío Uribe fueron de gran ayuda. Sin embargo, los errores u omisiones son completa responsabilidad de los autores. Trabajo presentado en la XVI Reunión de la Sociedad Econométrica Latinoamericana, Lima, agosto de 1998.

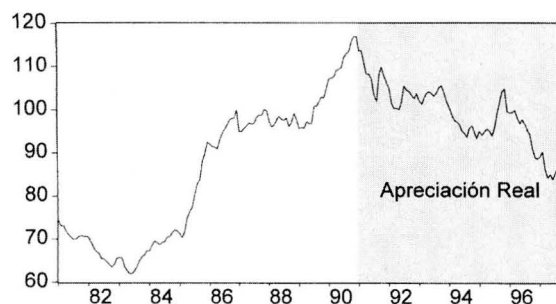
## I. INTRODUCCION

Durante la década de los 90 el tema principal de debate en Colombia ha sido la dinámica de la tasa de cambio real. La razón para esto es sencilla: el peso colombiano se ha apreciado significativamente durante los noventa. El Gráfico 1 muestra la evolución mensual del índice de Tasa de Cambio Real. Comparando el promedio de este índice durante el primer trimestre de 1990 con el del tercer trimestre de 1997, la apreciación real del peso sería del 17,6%.

Mientras que la mayoría de los analistas argumentan que toda la apreciación real se debe a choques sobre los fundamentales económicos y que todo el ajuste debe provenir de los fundamentales, otros postulan que las rigideces abren un amplio espacio a la política monetaria para ajustar lo que se considera como una sobreapreciación.

Si se acepta el punto de vista de que en el corto plazo la política monetaria afecta la tasa de cambio real, el tema importante sería entonces: ¿Qué tan largo es el corto plazo? En términos del problema

## Gráfico 1. INDICE DE LA TASA DE CAMBIO



Fuente: Banco de la República.

concreto, la pregunta sería: ¿En cuánto tiempo se desvanece un choque nominal? La respuesta a esta pregunta es la motivación principal de este artículo.

Para buscar una respuesta a la pregunta que nos motiva, proponemos un enfoque econométrico capaz de llenar necesidades técnicas ignoradas en varios artículos que tratan el mismo tema. Específicamente, estimamos un VAR estructural utilizando la descomposición de Blanchard y Quah (1989) sobre la tasa de cambio real y nominal. Luego encontramos las funciones de impulso-respuesta y la descomposición de la varianza del error de pronóstico con el fin de determinar no sólo la duración temporal del efecto de los choques nominales sobre la tasa de cambio real, sino también la proporción de movimientos en ambas tasas de cambio que se deben a choques nominales y reales.

Así, el aporte principal de este artículo consiste en la determinación de algunos resultados empíricos rigurosos respecto al comportamiento de la tasa de cambio colombiana en el corto y largo plazo. Nuestra meta principal es estimar la magnitud y la duración de los efectos de los choques nominales en la tasa de cambio real. De tales resultados se pueden derivar recomendaciones de política.

La estructura de este artículo es la siguiente: La Sección I es esta introducción. En la Sección II se hace un breve análisis de la literatura económica sobre la tasa de cambio real y su relación con los choques nominales. La Sección III presenta las variables consideradas y sus principales características econométricas. En la cuarta sección se muestra el modelo econométrico utilizado en la estimación. La Sección V incluye los principales resultados y la Sección VI contiene las conclusiones.

## II. LITERATURA

Existe un consenso entre los economistas de que hay dos tipos de factores que explican la tasa de cambio real: factores fundamentales o reales y factores nominales o monetarios. La diferencia básica entre estos es que el primero de estos factores determina la senda de equilibrio de la tasa de cambio real, mientras que el último sólo puede alterar, temporalmente, la tasa observada. Tal influencia transitoria de los choques nominales se debe al hecho de que mientras algunos mercados exhiben rigideces de precios a corto plazo, hay una flexibilidad relativa implícita en el mercado cambiario. Sin embargo, sólo los fundamentales<sup>2</sup> de la tasa de cambio real persisten en el largo plazo.

Rogoff (1996) resume esta idea con las siguientes palabras: "Even if there are short-term rigidities in domestic nominal prices, for example, long-term monetary neutrality implies that any effects of money shocks on the real exchange rate (the nominal exchange rate adjusted for price differentials) should

<sup>2</sup> Entre los fundamentales de la tasa de cambio real encontramos: gasto público/PIB, choques sobre el gasto privado, productividad relativa entre sectores transables y no transables (esto es, la hipótesis de Balassa-Samuelson), choques sobre el ingreso permanente (por ejemplo un boom petrolero) o términos de intercambio.

die out in the long run ... In the short run, nominal exchange rate movements lead to real exchange rate movements due to nominal price rigidities. Over the longer term, however, deviations from purchasing power parity must be accounted for by real factors". pág. 655, 658.

En años recientes se ha desarrollado extensamente la investigación teórica y empírica sobre el tema. Por ejemplo, respecto a la teoría, Calvo, Reinhart y Vegh (1995) desarrollan un modelo de producción exógena en el cual demuestran que, bajo una perfecta movilidad de capitales, la selección de la tasa de cambio real como objetivo sólo es posible en el corto plazo y al costo de una inflación más alta.

Los estudios empíricos varían ampliamente en sus resultados respecto a la neutralidad a largo plazo de los choques nominales sobre la tasa de cambio real. Frankel y Rose (1995) estudian la PPP con un conjunto de información de corte transversal y series de tiempo correspondiente a 150 países con 45 observaciones anuales. Encuentran una reversión media (es decir, no una caminata aleatoria) en la tasa de cambio real soportando así la PPP. Sus resultados también demuestran que las desviaciones de la PPP decrecen a una tasa del 15% anual (vida media de 4 años).

Rogoff (1996) encuentra una paradoja empírica: volatilidad muy alta a corto plazo en las tasas de cambio real y tasas lentas de decrecimiento en las desviaciones de la PPP. En lugar de argumentar roles predominantes de variables monetarias y financieras, Rogoff parece encontrar la respuesta a su rompecabezas en la segmentación de mercados internacionales de productos y fricciones comerciales que aún persisten en la economía mundial<sup>3</sup>.

Apergis y Karfakis (1996) utilizan la técnica VAR estructural sobre información trimestral de las tasas

de cambio nominal y real del dracma griego en el período 1975-1993. Encuentran que, en la mayoría de los casos, "supply shocks are the dominant sources of exchange rate volatility". pág. 251. Concluyen que "demand shocks are absorbed by price levels over short horizons". pág. 254.

En un estudio más reciente, Enders y Lee (1997) estiman un modelo VAR estructural con base en la descomposición de Blanchard y Quah en un intento por examinar los efectos de choques nominales sobre las tasas de cambio reales entre Estados Unidos y Canadá y Japón y Alemania. Encuentran que los choques nominales han tenido efectos muy cortos (6 meses o menos) sobre las tasas de cambio real y que los choques reales explican prácticamente toda la varianza del error de pronóstico a cualquier horizonte de pronóstico. Sugieren: "...the effect of a nominal choque on the real exchange rate is temporary and becomes unnoticeable in a few months". pág. 244.

En Colombia, también son comunes los artículos que tratan los efectos de choques nominales sobre la tasa de cambio real. Los primeros estudios econométricos, en contradicción con la neutralidad monetaria a largo plazo, encuentran posibles efectos permanentes de los choques nominales sobre la tasa de cambio [Herrera (1989), Echavarría y Gaviria (1992), Langeback (1993)].

Artículos más recientes, también de naturaleza econométrica, tienden a encontrar que no hay corre-

---

<sup>3</sup> El artículo de Rogoff incluye una excelente revisión de estudios empíricos acerca de la hipótesis PPP. Comienza con el fracaso de la Ley de Un Precio en datos microeconómicos y continúa mencionando los diferentes intentos para corregir lo que llama el "Random-Walk Model Embarrassment" como la utilización de conjuntos de información más grandes en series de tiempo o en corte transversal.



lación a largo plazo entre variables nominales y la tasa de cambio real [Carrasquilla, Galindo y Patrón (1994), Calderón (1995, 1997), Herrera (1997), Gómez y Ocampo (1997), Joyce y Kamas (1997)].

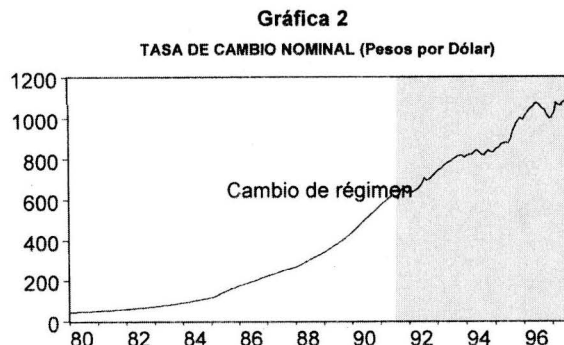
Los análisis de equilibrio general y de calibración presentan resultados similares demostrando que los movimientos permanentes en la tasa de cambio real colombiana sólo se pueden atribuir a variables fundamentales o reales [Carrasquilla y Arias (1996, 1997), Arias y Zuleta (1997)].

A pesar del consenso general sobre la neutralidad a largo plazo de los choques monetarios, existe una importante discrepancia respecto a la duración de los choques nominales sobre la tasa de cambio real. De acuerdo con Calderón (1995), un 1% de incremento en la devaluación nominal aumenta la tasa de cambio real en 0,36% durante un trimestre pero el efecto desaparece casi totalmente un año después del impacto. Ocampo y Gómez (1997) encuentran que los choques de tasa de cambio nominal persisten sobre la tasa real durante dos años. En Joyce y Kamas (1997) toma diez años para que la tasa de cambio real retorne a su nivel de equilibrio después de un choque sobre la tasa de cambio nominal.

### III. DATOS

Este trabajo se basa en información mensual de la tasa de cambio nominal y del índice de la tasa de cambio real para el período comprendido entre 1980 y 1997. El Gráfico 2 muestra la evolución de la tasa de cambio nominal colombiana durante dicho período. En esta gráfica se observa que el período 1980-1991 es de baja volatilidad mientras que en el período 1991-1997 se presenta una alta varianza<sup>4</sup>. Un cambio estructural en el régimen de la tasa de cambio en 1991 precede hechos estiliza-

## Gráfico 2. TASA DE CAMBIO NOMINAL (Pesos por dólar)



Fuente: Banco de la República.

Ciertamente, antes de 1991 un sistema de *crawling peg* guió la evolución de la tasa de cambio nominal. Bajo dicho régimen, la tasa de cambio real fue parcialmente tratada a través de mini devaluaciones diarias. En junio de 1991, las autoridades monetarias implementaron un sistema de certificado de cambio (o bono indexado por devaluación). Tal sistema puede considerarse como una banda cambiaria implícita [ver Urrutia (1995)]. Sin embargo, sólo hasta enero de 1994 la Junta Directiva del Banco de la República creó de manera efectiva el régimen actual de la banda cambiaria. Estas son "bandas amplias con paridades centrales que son lo suficientemente flexibles para mantener la banda en línea con los fundamentales económicos del país" [Williamson (1995)].

Como se esperaba, el sistema de bono indexado por devaluación inició un período de relativa flexibilidad en el mercado de tasa cambiaria que aún persiste. Por lo tanto, el fuerte contraste en la

<sup>4</sup> Durante el período 1980-1991 la desviación estándar de la tasa de cambio nominal es 145.1216. Durante 1991-1997 (agosto) la desviación estándar de la misma tasa es de 159.4067.

volatilidad de la tasa de cambio nominal entre ambos períodos [(1980-1991 vs (1991-1997)] puede atribuirse a una desviación estructural en el régimen de tasa de cambio. Como resultado, dividimos nuestra muestra en dos submuestras, una que va desde 1980 a 1991 y otra que comprende el subperíodo 1991-1997.

La estabilización de la varianza de ambas series se logra a través de una transformación logarítmica. Las pruebas de raíz unitaria de Dickey-Fuller y KPSS se llevaron a cabo sobre ambas variables. El Cuadro 1 del Apéndice 1 muestra los resultados de estas pruebas. Bajo las dos pruebas, en las dos submuestras, las tasas de cambio real y nominal son  $I(1)$  en niveles e  $I(0)$  en sus primeras diferencias a un nivel de significancia de  $\alpha = 10\%$ .

El siguiente paso es el análisis de cointegración entre las dos variables. No debe existir una relación de cointegración entre las tasas de cambio nominal y real para que un modelo SVAR sea el mecanismo apropiado que describa la dinámica subyacente de ambas variables. Si hay cointegración el modelo pertinente es un VEC o SVEC.

El procedimiento de Johansen es utilizado para probar la existencia de cointegración. El orden adecuado del VAR se determina mediante la utilización de criterios de información. El Cuadro 2 del Apéndice 1 muestra los resultados de los criterios de Akaike, Schwarz y Hannan-Quinn. De dichos criterios se deriva que el orden óptimo del VAR podría ser  $P = 2$  o  $3$  para la primera submuestra y  $P = 1$  o  $2$  para la segunda submuestra.

Adicionalmente, estos criterios se complementan con una prueba ajustada de Portmanteau sobre autocorrelación multivariada y una prueba de normalidad multivariada sobre los residuales del sistema. Los resultados a un nivel de significancia

$\alpha = 5\%$  se muestran en el Cuadro 3 del Apéndice 1. Para la submuestra 1 (1980-1991) el orden óptimo del VAR se fija en  $P = 3$  y para la otra submuestra (1991-1997) en  $P = 2$ .

Finalmente, la prueba de cointegración de Johansen se lleva a cabo utilizando el orden del VAR seleccionado para cada submuestra. Las componentes determinísticas fueron modelados en dos formas distintas: tendencia determinística en las variables vs tendencia determinística tanto en las variables como en el vector de cointegración. El Cuadro 4 del Apéndice 1 muestra que, bajo ambos esquemas de modelación, en cada submuestra no existe una relación cointegrante entre la tasa de cambio real y la nominal. Esto es consistente con otros resultados encontrados en la literatura.

Habiendo verificado que las tasas de cambio real y nominal son variables  $I(1)$  sin relación de cointegración entre ellas, el siguiente paso es la estimación de un modelo VAR estándar (posteriormente estructural) en las primeras diferencias de ambas tasas.

#### IV. EL MODELO

Estimamos un modelo SVAR bivariado en el que se descomponen las dinámicas de la tasa de cambio real y nominal en aquellos componentes explicados por los choques reales y nominales. El VAR en su forma estándar es:

$$\begin{bmatrix} \Delta r_t \\ \Delta e_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} A_{11}(L) & A_{12}(L) \\ A_{21}(L) & A_{22}(L) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \Delta r_{t-1} \\ \Delta e_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} v_{1t} \\ v_{2t} \end{bmatrix}$$

En donde  $\Delta r_t$  es la primera diferencia de la tasa de cambio real y  $\Delta e_t$  es la primera diferencia de la tasa de cambio nominal;  $v_{1t}$  y  $v_{2t}$  procesos ruido blanco correlacionados contemporáneamente.  $A_{ij}(L)$  son polinomios en el operador de rezago  $L$  ( $i, j=1, 2$ ).

Con el fin de tener en cuenta las relaciones contemporáneas entre las variables del sistema, debemos especificar el VAR en su forma estructural o primitiva<sup>5</sup>. La representación infinita VMA del modelo SVAR en términos de los choques puros es:

$$\begin{bmatrix} \Delta r_t \\ \Delta e_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} C_{11}(L) & C_{12}(L) \\ C_{21}(L) & C_{22}(L) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{bmatrix}$$

en donde  $\varepsilon_{1t}$  y  $\varepsilon_{2t}$  representan los choques exógenos nominales y reales, respectivamente. Asumimos que son perturbaciones independientes y ruido blanco.  $C_{ij}(L)$  son polinomios en el operador de rezago  $L$ . Normalizando los choques tal que  $\text{var}(\varepsilon_{1t}) = \text{var}(\varepsilon_{2t}) = 1$  y llamando a la matriz de varianza-covarianza de las innovaciones estructurales  $\Sigma_\varepsilon$  tenemos:

$$\Sigma_\varepsilon = \begin{bmatrix} 1 & 0 \\ 1 & 0 \end{bmatrix} = I_2$$

En forma ecuacional, la representación bivariada MA pura de  $\{\Delta r_t\}$  y  $\{\Delta e_t\}$  es:

$$\begin{aligned} \Delta r_t &= \sum_{k=0}^{\infty} C_{11}(k) \varepsilon_{1t-k} + \sum_{k=0}^{\infty} C_{12}(k) \varepsilon_{2t-k} \\ \Delta e_t &= \sum_{k=0}^{\infty} C_{21}(k) \varepsilon_{1t-k} + \sum_{k=0}^{\infty} C_{22}(k) \varepsilon_{2t-k} \end{aligned}$$

Como en cualquier otro modelo VAR, la identificación de los parámetros estructurales (y de la representación VMA pura) de los residuales estimados del VAR estándar requiere restricciones de identificación adecuadas. En línea con la hipótesis de neutralidad monetaria a largo plazo, Blanchard y Quah (1989) proponen la siguiente restricción de identificación:

<sup>5</sup> En Misas, M. (1997), se presenta una exposición clara y pedagógica del VAR estructural y la metodología de descomposición de Blanchard y Quah.

$$\sum_{k=0}^{\infty} C_{11}(k) \varepsilon_{1t-k} = 0$$

Nuestra restricción de identificación implica que sólo los choques reales tienen efectos permanentes en la tasa de cambio real mientras que, tanto los choques monetarios como los reales pueden afectar permanentemente a la tasa de cambio nominal. Por consiguiente, los choques nominales no tienen efecto de largo plazo sobre la tasa de cambio real. Su comportamiento sólo se explica por fundamentales.

En nuestro modelo, los errores del VAR estándar  $[v_{1t} \ v_{2t}]$  son combinaciones lineales de las innovaciones estructurales  $[\varepsilon_{1t} \ \varepsilon_{2t}]$  (ver Apéndice 2). Esto puede ser presentado en las siguientes ecuaciones:

$$\begin{aligned} v_{1t} &= c_{11}(0) \varepsilon_{1t} + c_{12}(0) \varepsilon_{2t} \\ v_{2t} &= c_{21}(0) \varepsilon_{1t} + c_{22}(0) \varepsilon_{2t} \end{aligned}$$

Considerando que  $\Sigma_v$  puede estimarse del VAR estándar, Blanchard y Quah obtienen el siguiente sistema de tres ecuaciones y cuatro incógnitas:

$$\begin{aligned} \text{Var}(v_{1t}) &= c_{11}^2(0) + c_{12}^2(0) \\ \text{Var}(v_{2t}) &= c_{21}^2(0) + c_{22}^2(0) \\ \text{Cov}(v_{1t}, v_{2t}) &= c_{11}(0) c_{21}(0) + c_{12}(0) c_{22}(0) \end{aligned}$$

Las cuatro incógnitas son:  $\{c_{11}(0), c_{12}(0), c_{21}(0), c_{22}(0)\}$ . Claramente, necesitamos una cuarta ecuación para identificar el sistema, la cual se obtiene de la restricción de identificación de Blanchard y Quah [ver Apéndice 2]:

$$\left[1 - \sum_{k=0}^p a_{22}(k)\right] c_{11}(0) + \sum_{k=0}^p a_{12}(k) c_{21}(0) = 0$$

Tenemos entonces un sistema de cuatro ecuaciones y cuatro incógnitas. Dado que dicho sistema es no lineal, se encontrarán cuatro posibles soluciones para la matriz  $C_0$ <sup>6</sup>. Es de señalar que usaremos

aquella solución que tenga sentido económico en términos de las funciones de impulso-respuesta.

## V. RESULTADOS

El orden del VAR estándar se determina mediante los criterios de información de Akaike, Schwarz y Hannan-Quinn. Los resultados se presentan en el Cuadro 1 del Apéndice 3. De nuevo, los criterios de información se complementan con una prueba tipo Portmanteau sobre autocorrelación multivariada y una prueba de normalidad multivariada sobre los residuales del sistema. Como puede verse en el Cuadro 2 del Apéndice 3, el orden óptimo del VAR estándar se establece en  $P=2$  para la submuestra 1 y en  $P=1$  para la submuestra 2.

La estimación del VAR estándar se realiza a través de OLS. Los estimadores OLS son consistentes y asintóticamente eficientes. Aunque hay una correlación contemporánea en los errores del sistema, la metodología SUR no aporta a la eficiencia del procedimiento de estimación ya que ambas regresiones tienen variables explicativas idénticas [ver Enders (1995)].

La estimación del VAR estándar considera la estimación de la matriz de varianza-covarianza de los errores  $\Sigma v$ . Con esta matriz y con la estimación de los coeficientes  $a_{22}(k)$  y  $a_{12}(k)$  ( $k=0, \dots, P$ ) del VAR estándar, construimos el sistema de cuatro ecuaciones cuatro incógnitas especificado en la sección anterior. Dicho sistema permite cuatro posibles soluciones para los elementos de la matriz  $C_0$ . Seleccionamos la solución que sea económicamente interpretable. Nuestra solución escogida para la Matriz

$C_0$  permite la recuperación de los valores de la función de impulso-respuesta para un adecuado análisis de las innovaciones.

Las funciones de impulso-respuesta de las tasas de cambio real y nominal ante choques nominales y reales y sus respectivos intervalos de confianza se muestran en los Gráficos 3 y 4 para la primera y segunda submuestras respectivamente. Los resultados se muestran en niveles de (log de) ambas tasas de cambio.

### A. Submuestra 1

Para la submuestra 1 (Gráfico 3A), que es el período del régimen de *crawling peg*, varios factores se observan. Primero, *un choque monetario sobre el logaritmo de la tasa de cambio real produce una respuesta positiva pero decreciente. Además, el impacto desaparece completamente después de un año y seis meses, aproximadamente. Esto es, bajo el régimen de "crawling peg", la neutralidad monetaria a largo plazo es efectiva después de un año y medio.* Este resultado es compatible con el obtenido en un artículo pionero de Carrasquilla et.al (1994) para el caso colombiano.

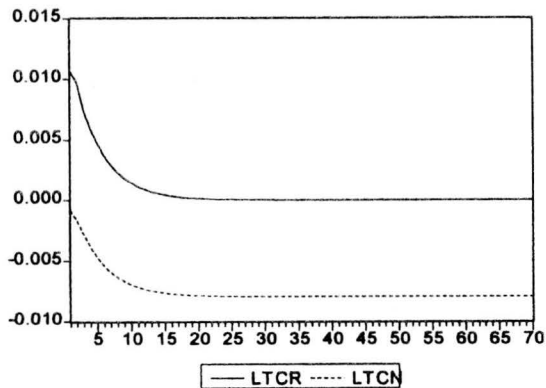
En segundo lugar, los choques nominales sobre el logaritmo de la tasa de cambio nominal producen respuestas negativas, decrecientes y permanentes, con la tasa de cambio nominal convergiendo a su nuevo nivel de largo plazo después de un año y medio<sup>7</sup>.

En tercer lugar, un choque real sobre el logaritmo de las dos tasas de cambio nominal y real genera

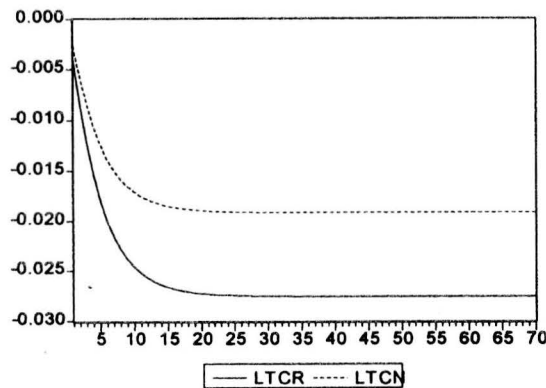
$$C_0 = \begin{bmatrix} c_{11}(0) & c_{12}(0) \\ c_{21}(0) & c_{22}(0) \end{bmatrix}$$

<sup>7</sup> Este resultado es extraño porque con un choque nominal positivo que deprecia transitoriamente la tasa de cambio real, se espera que la tasa de cambio nominal de un salto (esto es, se deprecie) y luego converja (de hacerlo) a un nuevo nivel permanente.

Gráfico 3A. ANALISIS DE IMPULSO-RESPUESTA  
(Muestra 1)



Respuesta de LTCR y LTCN  
ante un Choque Real



LTCR: Logaritmo de la Tasa de Cambio Real.  
LTCN: Logaritmo de la Tasa de Cambio Nominal.  
Fuente: Resultados de los autores.

respuestas negativas y decrecientes. Estos choques son de naturaleza permanente y las tasas de cambio real y nominal convergen a sus nuevos niveles de largo plazo aproximadamente después de un año y medio. Este choque de apreciación causa un mayor impacto sobre la tasa de cambio real.

Este resultado es intuitivo y sugestivo de la siguiente hipótesis para los años de *crawling peg*: los intentos monetarios dirigidos a compensar las fuerzas de apreciación real (o de seleccionar artificialmente la

tasa de cambio real) produjeron inflación y, consecuentemente, un ajuste más que proporcional de la tasa de cambio real respecto a la tasa de cambio nominal.

Como se deriva del análisis de los intervalos de confianza correspondientes (Gráfico 3B), en la submuestra 1, todas las respuestas ante los dos tipos de choques son estadísticamente significativas al 95%.

B. Submuestra 2

En la submuestra 2 (Gráfico 4A), el período de *target zones* (o zonas objetivo) o bandas cambiarias, se obtienen resultados similares. Aunque la respuesta del logaritmo de la tasa de cambio real ante un choque nominal es positiva, el choque desaparece completamente después de cuatro a cinco meses. En otras palabras, bajo el sistema de *target zone* la neutralidad monetaria de largo plazo comienza en cinco meses. Además, gran parte del choque nominal ha desaparecido después de tres o cuatro meses.

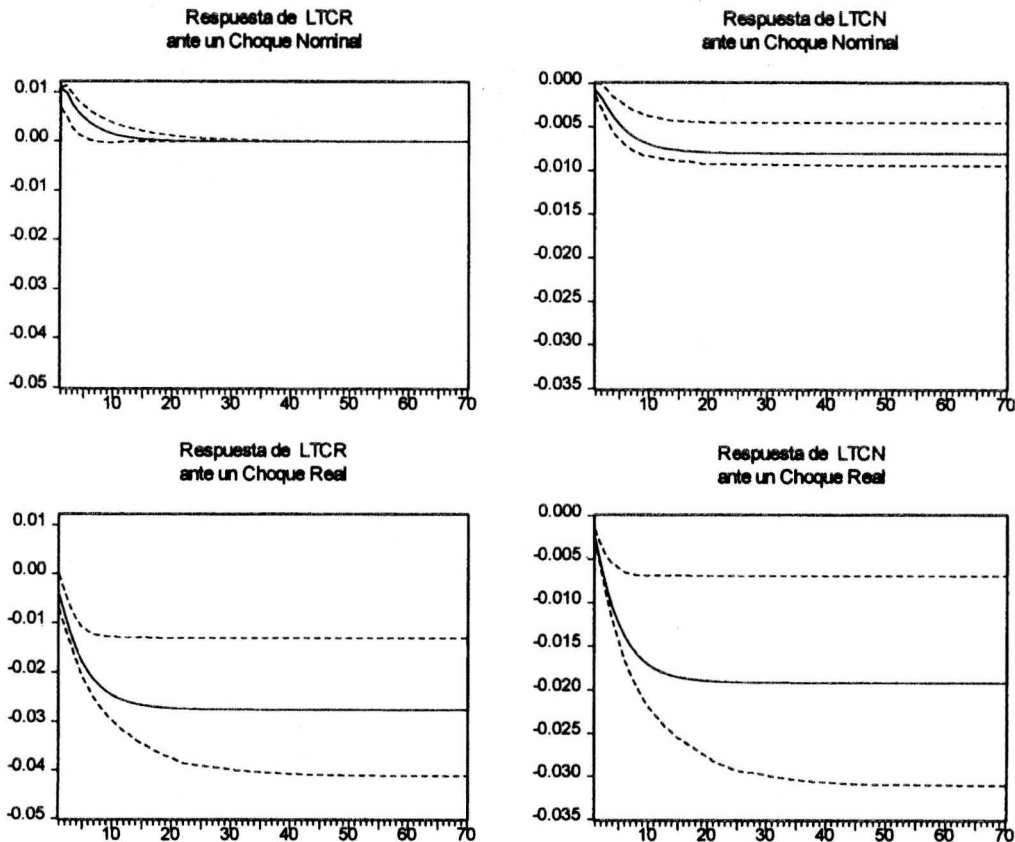
Nótese también que el efecto del choque nominal sobre la tasa de cambio real es insignificante en comparación con el de la tasa nominal en la misma submuestra y con la tasa real en la submuestra 1.

En segundo lugar y como se observa en la submuestra 1, las respuesta del logaritmo de la tasa de cambio nominal ante choques nominales es negativa, decreciente y permanente. Después del impacto, la tasa de cambio nominal converge a su nuevo nivel de largo plazo después de cuatro a seis meses.

En tercer lugar, las respuestas de los logaritmos de las tasas de cambio nominal y real ante choques de apreciación real son negativas, decrecientes y, como



**Gráfico 3B. ANALISIS DE IMPULSO-RESPUESTA  
INTERVALOS DE CONFIANZA (95 %)  
(Muestra 1)**



LTCR: Logaritmo de la Tasa de Cambio Real.

LTCN: Logaritmo de la Tasa de Cambio Nominal.

\* Se estimaron los intervalos de Confianza de las funciones de Impulso-Respuesta utilizando la técnica "Bootstrap" a un nivel de significancia estadística del 95%.

Fuente: Resultados de los autores.

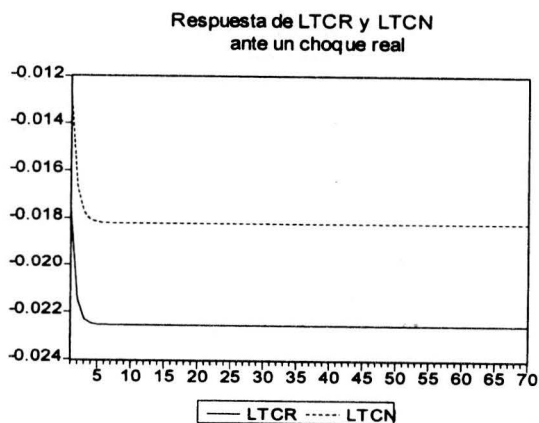
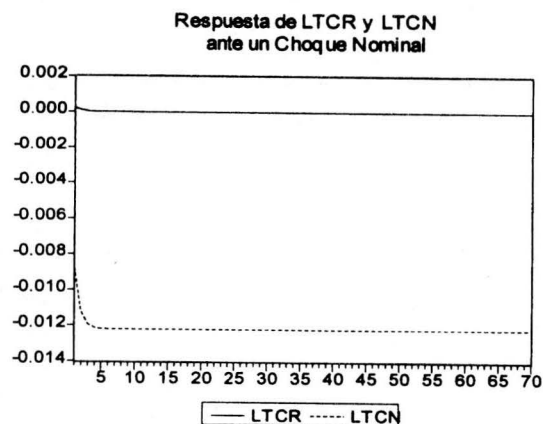
se espera, de naturaleza permanente. Después del impacto de apreciación, las tasas de cambio real y nominal convergen en proporción igual a sus nuevos niveles de largo plazo en cuatro a seis meses.

Este es el resultado esperado cuando opera un sistema de tasa de cambio más flexible (esto es, *target zones*). En realidad, cuando los fundamentales conducen hacia una apreciación real, un mercado

cambiario más flexible permite que la tasa de cambio real responda a través de la tasa nominal y no sólo a través de los precios. Además, todos los ajustes pueden hacerse a través de una revaluación nominal.

Los intervalos de confianza (Gráfica 4B) muestran que, para la submuestra 2, todas las respuestas ante los dos tipos de choques son estadísticamente

**Gráfico 4A. ANALISIS DE IMPULSO-RESPUESTA  
(Muestra 2)**



LTCR: Logaritmo de la Tasa de Cambio Real.  
LTCN: Logaritmo de la Tasa de Cambio Nominal.  
Fuente: Resultados de los autores.

significativas al 95% salvo la respuesta de la tasa de cambio real ante un choque nominal.

El hecho de que en la submuestra 2 el efecto de un choque nominal sobre la tasa de cambio real es muy pequeño y estadísticamente no significativo (al 95%), es un resultado que debe tenerse en cuenta con cautela. La teoría indica que las rigideces de corto plazo en algunos precios de la economía deben permitir el impacto significativo, aunque

transitorio, de un choque nominal sobre la tasa de cambio real. Esto es, a pesar de la alta velocidad de la convergencia de la tasa de cambio real después de un choque nominal (4/5 meses), se espera que esta respuesta inmediata y de corto plazo sea estadísticamente significativa. De ahí que este resultado super neutral deba examinarse en más detalle en trabajos futuros. Podría ser un problema de muestra asociado a las fuerzas fundamentales que constantemente apreciaron la tasa de cambio real en Colombia durante los noventa.

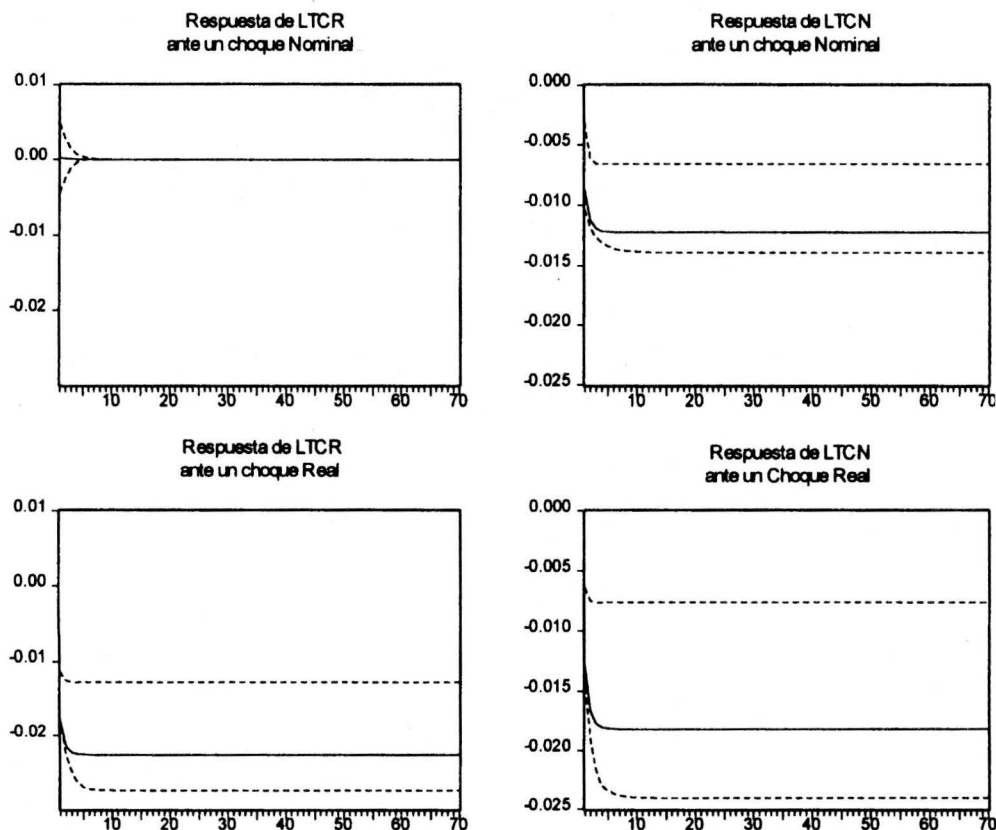
### C. Descomposición de la varianza del error de pronóstico

Los resultados de la descomposición de la varianza del error de pronóstico se muestran en el Cuadro 1. Bajo el régimen de *crawling peg*, los choques nominales explican casi toda la varianza del error de pronóstico de las diferencias de la tasa de cambio real (en cualquier horizonte de pronóstico), mientras que los choques reales lo hacen para la varianza del error de pronóstico de las diferencias de la tasa de cambio nominal. Esto significa que antes de 1991 los choques nominales jugaron el papel principal en explicar los movimientos en la tasa de devaluación real mientras que los fundamentales económicos (esto es, choques reales) responden por gran parte del movimiento en la tasa de devaluación nominal.

Los resultados son algo diferentes bajo el régimen de banda cambiaria (1991-1997). Los choques nominales prácticamente no explican la varianza del error de pronóstico de los cambios en la tasa de cambio real (en cualquier horizonte de pronóstico) y explican solamente el 30% de la varianza del error de pronóstico en la tasa de cambio nominal (en cualquier horizonte de pronóstico).

En síntesis después de 1991 los choques nominales prácticamente no juegan ningún papel en explicar

**Gráfico 4B. ANALISIS DE IMPULSO-RESPUESTA  
INTERVALOS DE CONFIANZA (95%)  
(Muestra 2)**



LTCR: Logaritmo de la Tasa de Cambio Real.

LTCN: Logaritmo de la Tasa de Cambio Nominal.

\* Los intervalos de Confianza de las funciones de Impulso-Respuesta utilizando la técnica "Bootstrap" a un nivel de significancia estadística del 95%.

Fuente: Resultados de los autores.

los movimientos en la tasa de devaluación real y juegan un papel menor en explicar las fluctuaciones en la tasa de devaluación nominal. En otras palabras, desde 1991 los fundamentales económicos (o choques reales) son responsables por todos los movimientos en la tasa de depreciación real y por gran parte de los movimientos en la tasa de depreciación nominal.

## VI. CONCLUSIONES

Este artículo contribuye al debate académico y político ya que presenta resultados empíricos sólidos respecto al comportamiento de la tasa de cambio colombiana en el corto y largo plazo. Específicamente, identificamos y estimamos un modelo SVAR sobre las tasas de cambio real y nominal a través de

**Cuadro 1. PORCENTAJE DE LA VARIANZA DEL ERROR DE PRONOSTICO DEBIDO A CHOQUES NOMINALES**

| Horizonte (meses) | Muestra 1      |               | Muestra 2      |               |
|-------------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
|                   | $\Delta LITCR$ | $\Delta LTCN$ | $\Delta LITCR$ | $\Delta LTCN$ |
| H                 |                |               |                |               |
| 2                 | 76.300         | 7.643         | 0.0207         | 31.667        |
| 7                 | 63.098         | 13.018        | 0.0225         | 31.641        |
| 13                | 62.022         | 13.390        | 0.0225         | 31.641        |
| 19                | 61.962         | 13.410        | 0.0225         | 31.641        |
| 25                | 61.959         | 13.411        | 0.0225         | 31.641        |

la descomposición de Blanchard y Quah. Esto nos permite dar resultados respecto a la magnitud y duración de los efectos de los choques nominales y reales sobre las tasas de cambio real y nominal.

Con el fin de considerar el quiebre estructural en el régimen de la tasa de cambio que tuvo lugar en Colombia, se consideraron separadamente dos períodos de análisis: 1980-1991, el cual es el período de *crawling peg* y 1991-1997 que son los años de *target zone*. Tal quiebre es de especial importancia para el análisis porque marcó el comienzo de un período de flexibilidad relativa y alta volatilidad en el mercado de cambios.

Como se espera, los resultados para ambas submuestras son cualitativamente similares pero difieren en magnitud. Bajo ambos regímenes, únicamente los choques reales o fundamentales tienen efectos permanentes en la tasa de cambio nominal y real. Bajo el sistema de *crawling peg*, las tasas de cambio convergen a su nuevo nivel de largo plazo después de un año y medio, aproximadamente. Con la banda cambiaria o régimen de *target zone*, la convergencia se logra después de cuatro a cinco meses.

Durante ambos períodos los choques nominales solamente han tenido efectos transitorios sobre la

tasa de cambio real. Durante los años de *crawling peg* la neutralidad monetaria es efectiva tan sólo después de un año y seis meses aproximadamente. Bajo el sistema de *target zone*, sin embargo, los efectos de choques nominales sobre la tasa de cambio real son pequeños, mueren definitivamente en cinco meses y, aun más, después del tercer mes prácticamente todos los choques se han desvanecido.

Se pueden hacer conjeturas sobre diferentes explicaciones a la rápida convergencia de la tasa de cambio real (después de un choque nominal) durante el régimen de *target zone* cuando se compara su velocidad de convergencia durante los años de *crawling peg* (4/5 meses vs 18 meses). Una explicación satisfactoria se basa en el quiebre estructural del régimen de tasa de cambio y en la reforma económica que tuvo lugar en 1991. De hecho, en 1991 la banda cambiaria o *target zone* se implementó, y el período de mini devaluaciones o de *crawling peg* se dejó atrás. El nuevo régimen dio más flexibilidad a la tasa de cambio nominal.

Adicionalmente, en 1991 la reforma económica permitió más movilidad de capital en las fronteras nacionales. Colombia, como tantos otros países de los así llamados mercados emergentes, experimentó enormes entradas de capital presentadas en la evo-

lución de la deuda externa privada, el capital y la cuenta corriente.

Más movilidad de capital, un mayor volumen de movimientos de capital y un sistema de tasa de cambio más flexible permitió una validación más ágil y fácil de las expectativas de los agentes en el mercado cambiario. Esto es, el comportamiento del mercado cambiario comenzó a reflejar más claramente las expectativas de tasa de cambio. Ciertamente, las expectativas de apreciación debido a entradas de capital y otras fuerzas fundamentales que movieron la tasa de cambio real de equilibrio, dominaron el mercado por lo menos hasta mediados de 1997.

En consecuencia, cualquier choque nominal sobre la tasa de cambio real durante el período 1991-1997 fue prontamente sobrevaluada por las expectativas de apreciación real que llevaron a la tasa de cambio real de regreso a su camino de equilibrio. De manera muy clara, los choques nominales sobre la tasa de cambio real perdieron su fuerza y duración después de 1991.

De igual manera, nuestros resultados no significan que bajo un sistema de *crawling peg* una mayor duración de la tasa de cambio real como objetivo es más fácil que bajo la estructura de banda cambiaria. Este tema corresponde a otros tipos de estu-

dios. Recordemos que la devaluación nominal de 1984-1985<sup>8</sup> generó una devaluación real hasta 1989 porque la tasa de cambio nominal observada fue sobrevaluada. Este hecho pudo haber influido nuestros resultados para la submuestra 1.

El objetivo de este artículo se enfoca en la misma dirección de la evidencia reciente que sugiere que la economía colombiana es más clásica de lo que normalmente los hacedores de política la perciben. Por lo tanto, nuestros resultados son útiles para los hacedores de política ya que les brinda un marco de referencia de la relación que existe entre la tasa de cambio real como objetivo y la inflación.

Un cambio en la senda de equilibrio de la tasa de cambio real con devaluación nominal parece ser una ilusión. Sólo los fundamentales económicos pueden hacerlo. Todo ajuste debe provenir de los fundamentales. Parece que no hay espacio para que la política monetaria ajuste lo que se considera una sobrevaluación.

Las características actuales de la economía colombiana implican que los beneficios de la tasa de cambio real como objetivo a corto plazo se pagan con una alta inflación. Los beneficios de dicha política mueren muy pronto (tres-cinco meses) para que valgan la pena por cuenta de la estabilidad de precios.

---

<sup>8</sup> La cual se complementó con el ajuste fiscal.



## BIBLIOGRAFIA

- Apergis, N. and C. Kafarkis, 1996, "Sources of Fluctuations in Exchange Rates: a Structural VAR Analysis", *Applied Economics Letters*, 1996, 3, 251 - 254.
- Blanchard, O. and D. Quah, 1989, "The Dynamic Effects of Aggregate Demand and Supply Disturbances", *American Economic Review*, 79, 655 - 673.
- Calderón, A., 1995, "La Tasa de Cambio Real en Colombia: Mitos y Realidades", *Coyuntura Económica*, June.
- Calderón, A., 1997, "La Tasa de Cambio Real: 1960-1990, Porqué se devaluó? 1990 - 1996, Porqué se revaluó?", in *Los Determinantes de la Tasa de Cambio Real en Colombia*, coord. Santiago Montenegro, U. de los Andes, CEDE..
- Calvo, G. A., Reinhart, C. and C. A. Vegh, 1995, "Targetting the Real Exchange Rate : Theory and Evidence", *Journal of Development Economics*, 47(1), June.
- Carrasquilla, A., Galindo, A. and H. Patrón, 1994, "Devaluación Nominal, Tasa de Cambio Real e Inflación: Un Enfoque Estructural", in *Mercado de Capitales XIV Simposio, Asobancaria*.
- Carrasquilla, A. and A. F. Arias, 1996, "Tipo de Cambio Real en Colombia: Qué Pasó?", *Borradores Semanales de Economía*, No. 64.
- Carrasquilla, A. and A. F. Arias, 1997, "Tipo de Cambio Real en Colombia: Qué Pasó? Un Modelo de Tres Períodos", in *Los Determinantes de la Tasa de Cambio Real en Colombia*, coord. Santiago Montenegro, U. de los Andes, CEDE.
- Dickey, D. A and W. A. Fuller, 1981, "Likelihood Ratio Statistics for Autoregressive Time Series with a Unit Root", *Econometrica*, No. 49.
- Echavarría, J. and A. Gaviria, 1992, "Los Determinantes de la Tasa de Cambio y la Coyuntura Actual en Colombia", *Coyuntura Económica*, diciembre.
- Enders, W., 1995, *Applied Econometric Time Series*, John Wiley and Sons, Inc., New York.
- Enders, W. and B-S. LEE, 1997, "Accounting for Real and Nominal Exchange Rate Movements in the Post-Bretton Woods Period", *Journal of International Money and Finance*, Vol. 16, 233 - 254.
- Frankel, J. and A. K. Rose, 1995, "A Panel Project on Purchasing Power Parity: Mean Reversion Within and Between Countries", NBER Working Paper Series, February, No. 5006.
- Herrera, S., 1989, "Determinantes de la Trayectoria del Tipo de Cambio Real en Colombia", ESPE, junio.
- Herrera, S., 1997, "El Tipo de Cambio Real y la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos de Largo Plazo en Colombia", *Coyuntura Económica*, Vol. 27, No. 1, marzo.
- Johansen, S., 1995, *Likelihood-Based Inference in Cointegrated Vector Auto-Regressive Models*, *Advanced Text in Econometrics*, Oxford University Press.
- Joyce, J. P. and L. Kamas, 1997, "Real and Nominal Determinants of Real Exchange Rates in Latin America: Short-Run Dynamics and Long-Run Equilibrium", *Wellesley College Department of Economics*, Working Paper No. 97-05, July.
- Judge, G., Hill, R. C., Griffiths, W. E., Lutkepohl, H. and T-C. LEE, 1988, *Introduction to the Theory and Practice of Econometrics*, John Wiley and Sons, Inc., New York.
- Kwiatkowski, D., Phillips, P. C. B., Schmidt, P. and Y. SIN, 1992, "Testing the Null Hypothesis of Stationarity against the Alternative of a Unit Root: How Sure are we that the Economic Time Series have a Unit Root?" *Journal of Econometrics*, No. 54.
- Langebaek, A., 1993, "Tasa de Cambio Real y Tasa de Cambio de Equilibrio", *Archivos de Macroeconomía*, octubre.
- Lutkepohl, H., 1993, *Introduction to Multiple Time Series Analysis*, Second Edition, Springer-Verlag.
- Misas, M., 1997, "Acerca del 'gap' del producto en Colombia : Una estimación bajo Blanchard y Quah", Banco de la República, mimeo, noviembre.
- Ocampo, J. A. and J. Gómez, 1997, "La Tasa de Cambio Nominal Importa", in *Los Determinantes de la Tasa de Cambio Real en Colombia*, coord. Santiago Montenegro, U. de los Andes, CEDE.
- Rogoff, K., 1996, "The Purchasing Power Parity Puzzle", *Journal of Economic Literature*, vol. XXXIV, June, 647 - 668.
- Urrutia, M., 1995, "El Sistema de Bandas Cambiarias en Colombia", Notas Editoriales, Revista del Banco de la República.
- Williamson, J., 1995, How to Manage Exchange Rates : Lessons from Israel, Chile and Colombia, Institute for International Economics.
- Zuleta, H. and A. F. Arias, 1997, "Tasa de Cambio Real e Inversión: La Experiencia de 1990 - 1996", *Borradores semanales de Economía*, No. 76.

## Apendice 1. DATOS

**Cuadro 1. PRUEBAS DE RAZ UNITARIA**

| Variables                                     | Prueba Dickey-Fuller   |   |                               | Prueba KPSS**          |   |
|---|------------------------|---|-------------------------------|------------------------|---|
|   | Estadística            | Valores críticos<br>( $\alpha = 10\%$ ) | Ljung-Box<br>sobre residuales | Estadística            | Valores críticos<br>( $\alpha = 10\%$ ) |
| <b>Muestra 1: enero 1981 - diciembre 1990</b> |                        |   |                               |                        |   |
| Ln (TCN)                                      | $\tau_{\tau} = -2.384$ | -3.15                                   | 28.38<br>(0.49)               | $\eta_{\tau} = 0.1375$ | 0.119                                   |
| $\Delta \ln(\text{TCN})$                      | $\tau_{\mu} = -3.510$  | -2.58                                   | 27.54<br>(0.54)               | $\eta_{\mu} = 0.2737$  | 0.347                                   |
| LITCR   | $\tau_{\tau} = -2.911$ | -3.15                                   | 30.05<br>(0.41)               | $\eta_{\tau} = 0.297$  | 0.119                                   |
| $\Delta \ln(\text{ITCR})$                     | $\tau = -4.079$        | -1.61                                   | 35.08<br>(0.20)               | $\eta_{\mu} = 0.2233$  | 0.347                                   |
| <b>Muestra 2: enero 1991 - agosto 1997</b>    |                        |   |                               |                        |   |
| Ln(TCN)                                       | $\tau_{\tau} = -2.947$ | -3.16                                   | 26.35<br>(0.16)               | $\eta_{\tau} = 0.0751$ | 0.119                                   |
| $\Delta \ln(\text{TCN})$                      | $\tau_{\mu} = -7.003$  | -2.59                                   | 25.32<br>(0.19)               | $\eta_{\mu} = 0.066$   | 0.347                                   |
| LITCR   | $\tau_{\tau} = -3.151$ | -3.16                                   | 22.30<br>(0.32)               | $\eta_{\tau} = 0.2284$ | 0.119                                   |
| $\Delta \ln(\text{ITCR})$                     | $\tau = -6.782$        | -1.61                                   | 17.78<br>(0.60)               | $\eta_{\mu} = 0.1791$  | 0.347                                   |

\* Estimación de estadísticas con base en el rezago: T/4 para los coeficientes de autocorrelación. En paréntesis informamos su P-value.

\*\* En la estimación de la ventana de Bartlett se utiliza L8.

Es importante notar que para la muestra 2 y para la variable LTCN, la prueba de DF muestra la existencia de raíz unitaria mientras que la prueba KPSS revela estacionariedad. En este ejercicio hemos considerado esta variable como I(1).

**Cuadro 2. CRITERIOS DE INFORMACION PARA EL SISTEMA DE COINTEGRACION: {LITCR - LTCN}**

|    | Muestra 1 |         |              | Muestra 2 |         |              |
|----|-----------|---------|--------------|-----------|---------|--------------|
|    | Akaike    | Schwarz | Hannan-Quinn | Akaike    | Schwarz | Hannan-Quinn |
| 1  | -19.229   | -19.130 | -19.189      | -18.016   | -17.885 | -17.964      |
| 2  | -20.748   | -20.549 | -20.667      | -18.072   | -17.811 | -17.969      |
| 3  | -20.758   | -20.460 | -20.637      | -17.997   | -17.605 | -17.842      |
| 4  | -20.736   | -20.338 | -20.575      | -17.931   | -17.409 | -17.724      |
| 5  | -20.709   | -20.212 | -20.507      | -17.891   | -17.238 | -17.633      |
| 6  | -20.711   | -20.115 | -20.469      | -17.863   | -17.080 | -17.553      |
| 7  | -20.645   | -19.950 | -20.363      | -17.886   | -16.972 | -17.524      |
| 8  | -20.596   | -19.801 | -20.273      | -17.912   | -16.868 | -17.499      |
| 9  | -20.561   | -19.666 | -20.198      | -17.878   | -16.703 | -17.412      |
| 10 | -20.527   | -19.534 | -20.125      | -18.029   | -16.723 | -17.511      |
| 11 | -20.512   | -19.419 | -20.069      | -18.232   | -16.796 | -17.663      |
| 12 | -20.522   | -19.331 | -20.039      | -18.380   | -16.813 | -17.759      |

Para la muestra 1 AIC selecciona  $P=3$  mientras que SBC y H-Q seleccionan  $P=2$ . Para la muestra 2 AIC selecciona  $P=12$  (la rechazamos debido al tamaño de la muestra), SBC selecciona  $P=1$  y H-Q selecciona  $P=2$ . Así, los resultados se complementan con una prueba tipo Portmanteau sobre autocorrelación multivariada y con una prueba sobre normalidad multivariada en los residuales.

**Cuadro 3. RESULTADOS DE LAS PRUEBAS MULTIVARIADAS SOBRE RUIDO BLANCO Y NORMALIDAD EN LOS RESIDUALES DE COINTEGRACION DEL SISTEMA {LITCR - LTCN}**

| P         | Ruido Blanco                       |                                | Normalidad                     |                                 |
|-----------|------------------------------------|--------------------------------|--------------------------------|---------------------------------|
|           | Portmanteau ajustado               | Asimetría                      | Apuntamiento                   | Conjunto                        |
|           | $\bar{P}_h$<br>$x^2 (k^2 (h - p))$ | $\hat{\lambda}_1$<br>$x^2 (k)$ | $\hat{\lambda}_2$<br>$X^2 (k)$ | $\hat{\lambda}_3$<br>$x^2 (2k)$ |
| Muestra 1 |                                    |                                |                                |                                 |
| 2         | 53.01<br>(0.081)                   | 22.54<br>(0.000)               | 42.76<br>(0.000)               | 65.30<br>(0.000)                |
| 3         | 46.55<br>(0.1118)                  | 14.89<br>(0.000)               | 8.477<br>(0.014)               | 23.34<br>(0.000)                |
| Muestra 2 |                                    |                                |                                |                                 |
| 1         | 65.97<br>(0.017)                   | 1.409<br>(0.494)               | 6.765<br>(0.033)               | 8.175<br>(0.085)                |
| 2         | 53.29<br>(0.077)                   | 0.711<br>(0.700)               | 6.464<br>(0.039)               | 7.175<br>(0.126)                |

Para la submuestra 1 el orden del VAR se determina en  $P = 3$  ya que no hay autocorrelación a un nivel de significancia  $\alpha = 5\%$ . Sin embargo, los residuales no siguen una distribución normal multivariada. Para la submuestra 2 el rezago óptimo se determina en  $P = 2$  porque a un nivel de significancia  $\alpha = 5\%$  se tienen residuales ruido blanco que siguen una distribución normal multivariada.

**Cuadro 4. PRUEBA DE COINTEGRACION DE JOHANSEN SISTEMA: {LITCR - LTCN}**

|                |                | Modelo con tendencia lineal<br>determinística en las variables | Modelo con tendencia lineal determinística<br>en las variables y en el vector de cointegración |                            |                          |
|----------------|----------------|--|--|----------------------------|--------------------------|
| Muestra 1      |                |  |  |                            |                          |
| H <sub>0</sub> | H <sub>a</sub> | Estadística<br>de la traza                                     | Valor crítico<br>α = 10%   | Estadística<br>de la traza | Valor crítico<br>α = 10% |
| r = 0          | r ≥ 1          | 6.56   | 13.31  | 19.40                      | 22.95                    |
| r = 1          | r = 2          | 0.20   | 2.71   | 5.96                       | 10.56                    |
| Muestra 2      |                |  |  |                            |                          |
| r = 0          | r ≥ 1          | 8.90   | 13.31  | 19.57                      | 22.95                    |
| r = 1          | r = 2          | 0.64   | 2.71   | 7.88                       | 10.56                    |

Bajo los dos esquemas de modelación de las componentes determinísticas y para ambas submuestras las variables del sistema no están cointegradas a un nivel de significancia  $\alpha = 10\%$ .

Apendice 2  
**VAR ESTRUCTURAL**  
**DESCOMPOSICION DE BLANCHARD Y QUAH**  
**(1989)**

---

$$X_t = \begin{bmatrix} \Delta r_t \\ \Delta e_t \end{bmatrix} \quad E_t = \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{bmatrix} \quad V_t = \begin{bmatrix} v_{1t} \\ v_{2t} \end{bmatrix}$$

nuestro VAR estándar es:

$$X_t = A_1 X_{t-1} + A_2 X_{t-2} + \dots + A_p X_{t-p} + V_t \quad (1)$$

Cada  $A_i$  ( $i=1, \dots, p$ ) es una matriz  $2 \times 2$  de coeficientes del VAR estándar. En una forma más compacta, el sistema (1) es:

$$\begin{bmatrix} \Delta r_t \\ \Delta e_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} A_{11}(L) & A_{12}(L) \\ A_{21}(L) & A_{22}(L) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \Delta r_{t-1} \\ \Delta e_{t-1} \end{bmatrix} + \begin{bmatrix} v_{1t} \\ v_{2t} \end{bmatrix}$$

en donde  $v_{1t}$  y  $v_{2t}$  son procesos ruido blanco correlacionados contemporáneamente.  $A_{ij}(L)$  son polinomios en el operador de rezago  $L$  ( $i, j = 1, 2$ ). Con la matriz de varianza-covarianza del sistema:  $\Sigma_v$ .

La estimación del VAR estándar y de  $\Sigma_v$  se lleva a cabo a través de OLS. Los estimadores OLS son consistentes y asintóticamente eficientes [ver Enders (1995) capítulo 5, parte 6]. Aunque existe una correlación contemporánea entre  $v_{1t}$  y  $v_{2t}$ , la estimación SUR no mejora la eficiencia de la estimación porque ambas regresiones en el sistema tienen el mismo conjunto de variables explicativas.

Dado que el VAR es un sistema estacionario, bajo el teorema de descomposición de Wold, éste tiene una representación infinita bivariada MA:

$$X_t = \Phi_0 V_t + \Phi_1 V_{t-1} + \Phi_2 V_{t-2} + \dots \quad (2)$$

en donde:  $\Phi_0 = I_2$ .

Las relaciones contemporáneas entre las variables en el sistema se modelan a través del VAR en su forma estructural o primitiva. El SVAR tiene una representación asociada VMA infinita en términos de choques puros [ver Enders (1995), Capítulo 5, parte 4]:

$$X_t = C_0 E_t + C_1 E_{t-1} + C_2 E_{t-2} + \dots \quad (3)$$



En forma más compacta el sistema presentado en (3) es:

$$\begin{bmatrix} \Delta r_t \\ \Delta e_t \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} C_{11}(L) & C_{12}(L) \\ C_{21}(L) & C_{22}(L) \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \varepsilon_{1t} \\ \varepsilon_{2t} \end{bmatrix}$$

En donde  $v_{1t}$  y  $v_{2t}$  representan choques exógenos nominales y reales, respectivamente. Suponemos que ellas son perturbaciones independientes y ruido blanco.  $C_{ij}(L)$  son polinomiales en el operador de rezago  $L$ . Después de una normalización adecuada de los choques tal que:  $\text{var}(\varepsilon_{1t}) = \text{var}(\varepsilon_{2t}) = 1$ , la matriz de varianza-covarianza de las innovaciones estructurales es:

$$\Sigma_\varepsilon = \begin{bmatrix} 1 & 0 \\ 0 & 1 \end{bmatrix} = I_2$$

En forma ecuacional, la representación bivariada pura MA de las secuencias  $\{\Delta r_t\}$  y  $\{\Delta e_t\}$  es:

$$\Delta r_t = \sum_{k=0}^{\infty} c_{11}(k) \varepsilon_{1t-k} + \sum_{k=0}^{\infty} c_{12}(k) \varepsilon_{2t-k} \quad (4)$$

$$\Delta e_t = \sum_{k=0}^{\infty} c_{21}(k) \varepsilon_{1t-k} + \sum_{k=0}^{\infty} c_{22}(k) \varepsilon_{2t-k} \quad (5)$$

De (2) y (3):

$$X_t = \Phi(L) V_t = C(L) E_t$$

en donde  $\Phi(L)$  y  $C(L)$  son matrices  $2 \times 2$  cuyos componentes son polinomios en el operador de rezago  $L$ . Suponiendo que  $C_0 = C(0)$  es no singular, se tiene:

$$\Phi(L) V_t = C(L) C_0^{-1} C_0 E_t$$

Entonces:

$$\Phi(L) V_t = C(L) C_0^{-1} C_0 E_t \quad (6)$$

y

$$V_t = C_0 E_t \quad (7)$$

La estimación de  $\Phi(L)$  es posible a través del VAR estándar. Donde la identificación de  $C_0$  y la ecuación (6) nos permiten la recuperación de la matriz  $C(L)$  que, a su vez, define las funciones de impulso-respuesta. También de (7) puede verse que los errores del VAR estándar  $[v_{1t}, v_{2t}]$  son combinaciones lineales de las innovaciones estructurales  $[\varepsilon_{1t}, \varepsilon_{2t}]$ . Esto se puede representar en las siguientes ecuaciones:

$$v_{1t} = c_{11}(0)\varepsilon_{1t} + c_{12}(0)\varepsilon_{2t} \quad (8)$$

$$v_{2t} = c_{21}(0)\varepsilon_{1t} + c_{22}(0)\varepsilon_{2t} \quad (9)$$

Recordando que  $\varepsilon_{1t}$  y  $\varepsilon_{2t}$  son perturbaciones independientes y ruido blanco, de (8) y (9) las siguientes ecuaciones se obtienen fácilmente:

$$\text{Var}(v_{1t}) = c_{11}^2(0) + c_{12}^2(0) \quad (10)$$

$$\text{Var}(v_{2t}) = c_{21}^2(0) + c_{22}^2(0) \quad (11)$$

$$\text{Cov}(v_{1t}, v_{2t}) = c_{11}(0)c_{21}(0) + c_{12}(0)c_{22}(0) \quad (12)$$

Debido al hecho de que los elementos de la matriz  $\Sigma_v$  se obtienen de la estimación de VAR estándar, (10), (11) y (12) constituyen un sistema de tres ecuaciones y cuatro incógnitas:  $c_{11}(0)$ ,  $c_{12}(0)$ ,  $c_{21}(0)$ ,  $c_{22}(0)$ . Claramente, se requiere de una restricción adicional que permita al sistema ser identificable.

El siguiente paso es formular tal restricción. Sin embargo, esto requiere de cierta manipulación algebraica. Nótese que (1) puede expresarse como:

$$X_t = A(L)X_{t-1} + V_t$$

Donde  $A(L)$  es una matriz  $2 \times 2$  cuyos componentes son polinomios en el operador de rezago  $L$ . Esta última ecuación es equivalente a:

$$X_t = A(L)LX_{t-1} + V_t$$

Entonces:

$$[I_2 - A(L)L]X_{t-1} + V_t$$

o:

$$X_t = [I_2 - A(L)L]^{-1} V_t \quad (13)$$

Como en Enders (1995), el determinante de la matriz  $[I_2 - A(L)L]$  se denota por  $D$ . Por lo tanto (13) es:

$$\begin{bmatrix} \Delta r_t \\ \Delta e_t \end{bmatrix} = \frac{1}{D} \begin{bmatrix} 1 - A_{22}(L)L & A_{12}(L)L \\ A_{21}(L)L & 1 - A_{11}(L)L \end{bmatrix} \begin{bmatrix} v_{1t} \\ v_{2t} \end{bmatrix}$$

Definiendo los coeficientes del polinomio  $A_{ij}(L)$  como  $a_{ij}(k)$ , el sistema anterior puede reescribirse como:

$$\begin{bmatrix} \Delta r_t \\ \Delta e_t \end{bmatrix} = \frac{1}{D} \begin{bmatrix} 1 - \sum_{k=0}^{\infty} a_{22}(k) L^{k+1} & \sum_{k=0}^{\infty} a_{12}(k) L^{k+1} \\ \sum_{k=0}^{\infty} a_{21}(k) L^{k+1} & 1 - \sum_{k=0}^{\infty} a_{11}(k) L^{k+1} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} v_{1t} \\ v_{2t} \end{bmatrix}$$

Entonces se tiene:

$$\Delta r_t = \frac{1}{D} \{ [1 - \sum_{k=0}^{\infty} a_{22}(k) L^{k+1}] v_{1t} + [\sum_{k=0}^{\infty} a_{12}(k) L^{k+1}] v_{2t} \}$$

Utilizando (8) y (9) para sustituir  $v_{1t}$  y  $v_{2t}$  obtenemos:

$$\Delta r_t = \frac{1}{D} \{ [1 - \sum_{k=0}^{\infty} a_{22}(k) L^{k+1}] [c_{11}(0) \varepsilon_{1t} + c_{12}(0) \varepsilon_{2t}] + [\sum_{k=0}^{\infty} a_{12}(k) L^{k+1}] [c_{21}(0) \varepsilon_{1t} + c_{22}(0) \varepsilon_{2t}] \}$$

Reordenando términos:

$$\Delta r_t = \frac{1}{D} \{ [1 - \sum_{k=0}^{\infty} a_{22}(k) L^{k+1}] c_{11}(0) + [\sum_{k=0}^{\infty} a_{12}(k) L^{k+1}] c_{21}(0) \} \varepsilon_{2t} + \{ [1 - \sum_{k=0}^{\infty} a_{22}(k) L^{k+1}] c_{12}(0) + [\sum_{k=0}^{\infty} a_{12}(k) L^{k+1}] c_{22}(0) \} \varepsilon_{2t}$$

Para construir la restricción que permite la identificación del sistema, Blanchard y Quah (1989) sugieren la imposición de la neutralidad monetaria en el largo plazo en el sistema. De (4) se deriva:

$$\sum_{k=0}^{\infty} c_{11}(k) \varepsilon_{1t-k} = 0 \quad (15)$$

En otras palabras, los *choques* exógenos nominales no tienen efecto en el largo plazo sobre la tasa de cambio real. Utilizando la ecuación (14), los choques primitivos nominales no tendrán efecto en el largo plazo sobre la tasa de cambio real si:

$$[1 - \sum_{k=0}^{\infty} a_{22}(k) L^{k+1}] c_{11}(0) + [\sum_{k=0}^{\infty} a_{12}(k) L^{k+1}] c_{21}(0) = 0 \quad (16)$$

Las ecuaciones (10), (11), (12) y (16) conforman un sistema de cuatro ecuaciones y cuatro incógnitas  $c_{11}(0)$ ,  $c_{12}(0)$ ,  $c_{21}(0)$ ,  $c_{22}(0)$ . El sistema es identificable y permite construir la matriz  $C_0$ . Como se menciona en el párrafo anterior, conociendo la matriz  $C_0$  se hace posible la recuperación de la matriz  $C(L)$  que a su vez determina las funciones de impulso-respuesta que requerimos para un análisis adecuado de las innovaciones.

Sin embargo nótese que el sistema (10), (11), (12) y (16) es no lineal. Esto significa que  $C_0$  tendrá cuatro posibles soluciones. Optamos por aquella solución que sea económicamente viable de acuerdo con el análisis de las funciones de impulso-respuesta.

### Apéndice 3. RESULTADOS

**Cuadro 1. CRITERIOS DE INFORMACION PARA EL SISTEMA VAR ESTANDAR { $\Delta$ LITCR -  $\Delta$ LTCN}**

|    | Muestra 1 |          |              | Muestra 2 |          |              |
|----|-----------|----------|--------------|-----------|----------|--------------|
|    | Akaike    | Schwarz  | Hannan-Quinn | Akaike    | Schwarz  | Hannan-Quinn |
| 1  | -20.7316  | -20.6317 | -20.6911     | -18.1029  | -17.9712 | -18.0508     |
| 2  | -20.7738  | -20.5740 | -20.6928     | -18.0317  | -17.7684 | -17.9275     |
| 3  | -20.7381  | -20.4384 | -20.6166     | -17.9479  | -17.5531 | -17.7917     |
| 4  | -20.7157  | -20.3160 | -20.5537     | -17.9225  | -17.3961 | -17.7142     |
| 5  | -20.7072  | -20.2076 | -20.5047     | -17.8671  | -17.2089 | -17.6066     |
| 6  | -20.6472  | -20.0476 | -20.4041     | -17.9006  | -17.1108 | -17.5881     |
| 7  | -20.5973  | -19.8979 | -20.3138     | -17.9181  | -16.5996 | -17.5535     |
| 8  | -20.5583  | -19.7589 | -20.2342     | -17.8883  | -16.8353 | -17.4716     |
| 9  | -20.5219  | -19.6226 | -20.1574     | -17.9065  | -16.7219 | -17.4377     |
| 10 | -20.5082  | -19.5090 | -20.1031     | -17.8938  | -16.5776 | -17.3730     |
| 11 | -20.4908  | -19.3917 | -20.0452     | -17.9987  | -16.5508 | -17.4257     |
| 12 | -20.4412  | -19.2422 | -19.9552     | -17.9630  | -16.3835 | -17.3380     |

Para la muestra 1 AIC y H-Q seleccionan  $P=2$  mientras SBC selecciona  $P=1$ . Para la muestra 2 los tres criterios seleccionan  $P=1$ .

**Cuadro 2. RESULTADOS DE LAS PRUEBAS MULTIVARIADAS SOBRE RUIDO BLANCO Y NORMALIDAD EN LOS RESIDUALES DEL SISTEMA { $\Delta$ LITCR -  $\Delta$ LTCN}**

| P         | Ruido Blanco                          |                                   | Normalidad                        |                                    |
|-----------|---------------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|------------------------------------|
|           | Portmanteau ajustado                  | Asimetría                         | Apuntamiento                      | Conjunto                           |
|           | $\bar{P}_h$<br>$\chi^2 (k^2 (h - p))$ | $\hat{\lambda}_1$<br>$\chi^2 (k)$ | $\hat{\lambda}_2$<br>$\chi^2 (k)$ | $\hat{\lambda}_3$<br>$\chi^2 (2k)$ |
| Muestra 1 |                                       |                                   |                                   |                                    |
| 1         | 54.33<br>(0.136)                      | 16.65<br>(0.000)                  | 56.26<br>(0.000)                  | 72.91<br>(0.000)                   |
| 2         | 46.81<br>(0.213)                      | 11.65<br>(0.003)                  | 10.70<br>(0.005)                  | 22.35<br>(0.000)                   |
| Muestra 2 |                                       |                                   |                                   |                                    |
| 1         | 55.77<br>(0.109)                      | 0.822<br>(0.662)                  | 5.78<br>(0.06)                    | 6.61<br>(0.157)                    |

En paréntesis se reporta el P-value asociado con cada prueba.

Para la submuestra 1 el orden del VAR se determina en  $P = 2$  y los residuales siguen un proceso ruido blanco multivariado (no normalidad) a un nivel de significancia  $\alpha = 5\%$ . Para la submuestra 2 la longitud óptima del VAR se determina en  $P = 1$  y a un nivel de significancia  $\alpha = 5\%$ , los residuales se conforman como un proceso ruido blanco multivariado que sigue una distribución normal multivariada.



# Publicaciones de Fedesarrollo para la venta\*

| Título  | Precio en el exterior (US\$) | Precio en Colombia (\$) |
|---|------------------------------|-------------------------|
| <i>Introducción a la macroeconomía colombiana</i> , E. Lora, J. A. Ocampo y R. Steiner, coordinadores, tercer Mundo Editores - Fedesarrollo, Tercera edición revisada y actualizada, 1994                         | 60.00                        | 34.000                  |
| <i>Afluencia de capitales y estabilización en América Latina</i> , R. Steiner, compilador, Tercer Mundo Editores, Fedesarrollo, 1994  | 60.00                        | 36.000                  |
| <i>Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas</i> , J. A. Ocampo, editor Banco Interamericano de Desarrollo, BID - Fedesarrollo, 1994  | 39.00                        | 25.000                  |
| <i>Estabilización y crecimiento. Nuevas lecturas de macroeconomía colombiana</i> , R. Steiner, compilador, Tercer Mundo Editores - Fedesarrollo, 1994   | 39.00                        | 25.000                  |
| <i>Macroeconomía de los flujos de capital. En Colombia y América Latina</i> , M. Cárdenas S. y L. J. Garay, compiladores, Tercer Mundo Editores - Fedesarrollo - Fescol, 1993                                     | 80.00                        | 56.200                  |
| <i>Inflación y estabilización en América Latina: nuevos modelos estructurales</i> , J. A. Ocampo, compilador, Tercer Mundo Editores - Fedesarrollo, 1990  | 32.00                        | 19.700                  |
| <i>Colombia ante la economía mundial</i> , M. Urrutia, compilador, Tercer Mundo Editores - Fedesarrollo, 1993   | 60.00                        | 34.000                  |
| <i>Técnicas de medición económica: metodologías y aplicaciones en Colombia</i> , E. Lora, Tercer Mundo Editores Fedesarrollo, segunda edición corregida y aumentada, 1991   | 78.00                        | 44.000                  |
| <i>El gobierno Barco. Economía política y desarrollo social en Colombia, 1986-1990</i> , M. Deas y C. Ossa, coordinadores, Fondo Cultural Cafetero - Fedesarrollo, 1994   | 60.00                        | 42.00                   |
| <i>Ensayos de historia monetaria y bancaria de Colombia, 1850-1939</i> , F. Sánchez, compilador, Fedesarrollo - Asociación Bancaria - Tercer Mundo Editores   | 52.00                        | 30.000                  |
| <i>Historia económica de Colombia</i> , J. A. Ocampo, compilador, Tercer Mundo Editores, Fedesarrollo, 1990   | 60.00                        | 32.000                  |
| <i>El comercio exterior y la política internacional del café</i> , R. Junguito y D. Pizano, coordinadores, Fondo Cultural Cafetero - Fedesarrollo, 1994   | 60.00                        | 30.000                  |
| <i>Producción de café en Colombia</i> , R. Junguito y D. Pizano, Fondo Cultural Cafetero - Fedesarrollo, 1991   | 52.00                        | 25.000                  |
| <i>La corrupción administrativa en Colombia. Diagnóstico y formas de combatirla</i> , F. Cepeda, coordinador, Contraloría General de la República - Fedesarrollo - Tercer Mundo Editores, 1994 (incluye separata) | 37.00                        | 34.000                  |
| <i>La autonomía del Banco de la República, economía política de la reforma</i> , R. Steiner, compilador, Tercer Mundo Editores - Fedesarrollo 25 años, 1995   | 60.00                        | 29.000                  |
| <i>El salto social en discusión, políticas sociales 1994-1998</i> , E. Lora y C. Lanzetta, coordinadores, Tercer Mundo Editores - PNUD - Fedesarrollo 25 años, 1995   | 60.00                        | 29.000                  |
| <i>Distribución del ingreso y desarrollo económico, Colombia en el siglo XX</i> , J. L. Londoño, Tercer Mundo Editores Banco de la República - Fedesarrollo 25 años, 1995   | 60.00                        | 28.000                  |
| <i>Análisis de coyuntura económica, métodos aplicados en América Latina</i> , E. Lora y J. Vial, coordinadores, Tercer Mundo Editores - Fedesarrollo 25 años, 1995  | 43.00                        | 23.000                  |

\* Válida hasta diciembre 31 de 1999

**Nota.** A nivel nacional: si cancelan con cheques de otras plazas, favor incluir \$4.000 por concepto de transferencia bancaria. Los cheques deben ser girados a nombre de Fedesarrollo.

# Reglas monetarias en Colombia y Chile

---

*Jorge Enrique Restrepo L.<sup>1</sup>*

## 1. INTRODUCCION

Muchos países latinoamericanos han experimentado altas tasas de inflación durante largos períodos de tiempo. Esta situación empezó a cambiar al final de la última década, cuando se llegó a un consenso sobre la importancia de las políticas antiinflacionarias. En efecto, en los últimos años varios países donde la inflación ha sido tradicionalmente muy alta han conseguido controlar e incluso bajar las tasas de inflación a niveles internacionales. A pesar de la tendencia general hacia la estabilidad en los

precios, aún hay países de la región que registran tasas de inflación de dos dígitos.

Chile y Colombia constituyen buenos ejemplos de ambos casos respectivamente: aunque los dos países iniciaron la década de los ochenta con tasas de inflación similares, durante los años noventa sus tasas de inflación siguieron caminos disímiles<sup>2</sup>. La economía chilena ha tenido un desempeño notable. Mientras el PIB creció a un ritmo sumamente rápido en la década de los noventa, la tasa de inflación disminuyó constantemente alcanzando 6% en 1997 (Gráficos 1 y 2). Por otro lado, en 1997 la inflación en Colombia seguía siendo de 18% (Gráfico 5). Por lo tanto, en Colombia, para el período estudiado en este artículo (1977 a 1997), aún no se puede afirmar que la media de la inflación haya cambiado, aunque la tasa de inflación sea más baja ahora que a principios de esta década.

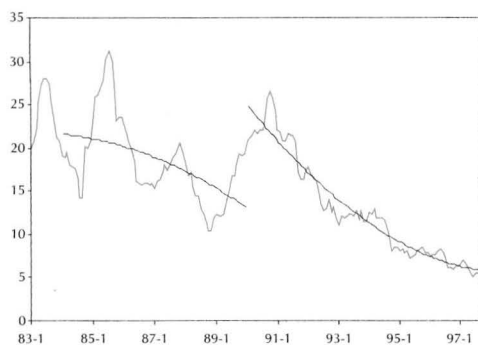
---

<sup>1</sup> Esta es una versión revisada del tercer capítulo de mi tesis doctoral en New York University. Le agradezco a Jordi Galí sus sugerencias y orientación durante la realización del proyecto. Así mismo agradezco las sugerencias y comentarios de Andrés Velasco, Mark Gertler, Agnès Belaisch, Tommaso Monacelli, Alberto Torres, Fabio Sánchez y de quienes participaron en seminarios llevados a cabo en New York University, el Departamento Nacional de Planeación, Fedesarrollo y el Banco de la República de Colombia. Finalmente agradezco a las personas que me suministraron la información: Klaus Schmidt-Hebbel y Oscar Landerretche, en el caso de Chile, y Clara Elena Parra y Adriana Pontón, en el de Colombia. Este estudio fue financiado por el DNP. El contenido es de mi exclusiva responsabilidad. Londono59@hotmail.com

---

<sup>2</sup> Según Masson et al. (1997), para el período 1980-95 el promedio de la tasa de inflación fue 21,8% para Chile y 24,5% para Colombia. Para el período 1992-95 los promedios fueron 11,9% y 23,3% respectivamente.

**Gráfico 1. INFLACION CHILENA**

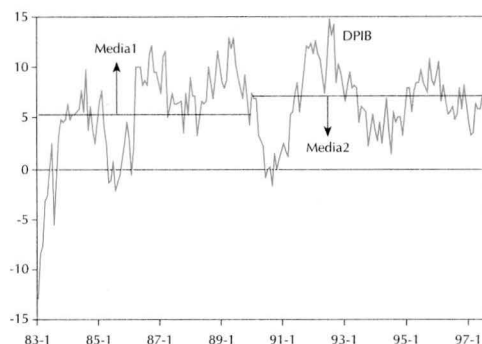


Fuente: Banco Central de Chile.

Teniendo en cuenta lo anterior, interesa saber cómo estos dos bancos centrales han conducido su política monetaria durante los últimos años, a fin de entender el desempeño de la economía en ambos países. Así, este artículo busca determinar empíricamente aquellos elementos que están sistemáticamente presentes en las políticas económicas aplicadas por Colombia y Chile. Con este propósito sigo los pasos de Clarida, Galí y Gertler (1997 b,c) y hago una estimación de una función de reacción prospectiva para el banco central de cada uno de estos dos países. En la función de reacción estimada se usa la tasa de interés de corto plazo como el instrumento de la política monetaria. Entonces, la tasa de interés de corto plazo reacciona ante las brechas de la inflación y del producto, que son la diferencia entre la inflación y el producto esperados y sus niveles deseados u objetivos. Este tipo de regla de la tasa de interés puede derivarse de una función de pérdida de un banco central optimizador, como puede verse en los trabajos de Clarida, Galí y Gertler (1997a) y Svensson (1997).

Para que este ejercicio tenga validez, la política monetaria debe tener cierto grado de autonomía. Aunque Colombia y Chile son economías pequeñas y abiertas, en términos de sus políticas monetarias

**Gráfico 2. CRECIMIENTO DEL PRODUCTO CHILENO**



Fuente: Banco Central de Chile.

pueden ser consideradas autónomas. Primero, debido a que durante el período analizado no estuvieron comprometidas con una tasa de cambio nominal fija<sup>3</sup>. Así, ambos países han tenido bandas cambiarias y han hecho realineamientos cuando ha sido necesario. En segundo lugar, Colombia y Chile imponen restricciones a los flujos de capitales de corto plazo. Tanto la existencia de bandas cambiarias como las restricciones en la cuenta de capital les confieren a las autoridades cierta autonomía para modificar las tasas de corto plazo, y de esta forma enviar señales al mercado<sup>4</sup>.

Los resultados de este artículo deben ayudar a determinar por qué la política del Banco Central de Chile ha tenido más éxito en reducir la volatilidad y el nivel de la tasa de inflación que el Banco de la República de Colombia. En efecto, la estimación

<sup>3</sup> Svensson (1992) presenta un modelo y simulaciones donde la existencia de una banda cambiaria genera independencia monetaria aun en el caso de movilidad perfecta de capitales.

<sup>4</sup> Según un documento de trabajo del FMI en que se analizan ciento cincuenta países en vías de desarrollo, Chile y Colombia son dos de los cinco países que actualmente aplican, o que podrían aplicar, una política monetaria basada en fijar objetivos inflacionarios. Véase Masson et al. (1997).

de la función de reacción revela varias diferencias en la manera en que las políticas monetarias fueron conducidas en ambos países. La principal diferencia se refiere a la forma en que las autoridades monetarias reaccionan ante cambios en la inflación esperada. Los resultados muestran que las autoridades de Chile responden más clara y enérgicamente ante la inflación que sus homólogas colombianas. Cada vez que las expectativas de inflación crecen, el Banco Central de Chile responde aumentando las tasas de interés reales. Por el contrario, en situaciones similares las autoridades monetarias de Colombia dejan que las tasas de interés reales disminuyan. Este hecho se refleja en el desempeño de las economías en ambos países.

En un artículo de gran influencia, Taylor (1993) usa, en la función de reacción, las brechas de la inflación y del producto observadas, en lugar de las esperadas. Aunque en el presente artículo la función de reacción que se usa considera la inflación esperada, en algunos ejercicios se incluyó también la inflación pasada con el fin de comprobar la hipótesis de Taylor, esto es, si el banco central reacciona o no ante ella. También se examina si es relevante incluir la tasa de cambio real como variable adicional en una función de reacción. Con esto se intenta determinar si la política cambiaria ha sido una restricción importante para la política monetaria, ya que, como se ha señalado, tanto Colombia como Chile son economías pequeñas y abiertas<sup>5</sup>.

Finalmente, debido a que a principios de los noventa hubo cambios institucionales en ambos países, también se busca comprobar la existencia de cambios estructurales en la política monetaria. Los resultados

parecen confirmar la hipótesis de que sí hubo cambios estructurales en el caso de Chile. Los resultados de algunos ejercicios que utilizan datos mensuales indican que el Banco Central de Chile parece haber respondido más enérgicamente a la inflación a partir de 1990, año en que se le garantizó mayor independencia. Aunque desde 1992 el Banco de la República de Colombia también se ha vuelto más independiente, las estimaciones no permiten afirmar que hubo cambios significativos a partir de ese momento.

A continuación se describen algunas características de la política monetaria en ambos países durante las últimas dos décadas. La tercera parte de este estudio contiene la función de reacción que se ha de estimar y describe el método empleado para estimarla. La cuarta parte expone los resultados obtenidos y la última parte presenta las conclusiones.

## **II. POLITICA MONETARIA EN CHILE Y COLOMBIA**

En esta parte se describen varios aspectos de la economía y de la política monetaria de ambos países durante las últimas dos décadas. Dichos aspectos sustentan la tesis de que tanto la política monetaria de Colombia como la de Chile tienen cierto grado de autonomía.

### **A. Chile**

Una adecuada combinación de políticas monetaria (cuyo instrumento es la tasa de interés), fiscal y cambiaria han conducido a la economía chilena a una situación de gran crecimiento y baja inflación. Para alcanzar dicho estado las autoridades chilenas pasaron por un proceso de aprendizaje un tanto difícil: el experimento de tasa de cambio fija con gran apertura de la cuenta de capital, que limitó la política monetaria, culminó en la crisis de 1982-83. Según Magendzo (1997), el Banco Central

---

<sup>5</sup> Véase por ejemplo Svensson (1998) y Agénor y Montiel, capítulo 7 (1996), quienes presentan funciones de pérdida que incluyen la tasa de cambio.

de Chile pudo aplicar una política monetaria más activa solamente desde 1985. Esto fue el resultado de la introducción de una banda cambiaria y de mayores restricciones a la cuenta de capital que en la década anterior. Así, el Banco Central pudo controlar mejor los agregados monetarios y la tasa de interés. Además, en 1985 el banco decidió usar la tasa de interés de corto plazo como el instrumento de su política. Sin embargo, entre 1985 y 1990 las autoridades fijaron una meta de tasa de cambio real alta y no fue sino hasta 1990 que el control de la inflación se convirtió en el objetivo prioritario<sup>6</sup>. Esta modificación en las prioridades fue consecuencia de una nueva ley, promulgada en 1989, que otorgó mayor independencia al Banco Central de Chile y que, entre otras cosas, enfatiza la estabilidad de los precios. Esto no necesariamente significa que el Banco Central no incluya el producto o la tasa de cambio en su función de pérdida. El hecho de que el Banco Central haya seguido una política de reducción gradual aunque persistente de la inflación podría indicar que la brecha del producto es aún considerada como una variable importante<sup>7</sup>.

En resumen, luego de que la experiencia con una tasa de cambio fija resultara en la crisis de 1982, y dada la inestabilidad de la demanda por M1, el Banco Central decidió modificar el régimen cambiario y usar la tasa de interés como instrumento de la política monetaria. Adicionalmente, a partir de

1990, cuando adquirió más independencia y el objetivo de estabilidad de precios se volvió la prioridad, el Banco Central decidió fijar una meta para la inflación y utilizar enérgicamente su instrumento, la tasa de interés, para alcanzarla<sup>8</sup>.

Al utilizar la tasa de interés, el Banco Central controla el gasto agregado a fin de prevenir presiones inflacionarias no deseadas de la demanda. Este mecanismo funciona porque las tasas de interés de las operaciones de mercado abierto realizadas por el Banco Central están relacionadas con todas las otras tasas de interés, lo que le permite al banco ejercer una influencia sobre todas ellas. De hecho, el grado de correlación entre la tasa de interés de los documentos emitidos por el Banco Central y las tasas de interés de otros documentos del mercado es muy alto (Gráfico 3). Esto revela la eficiencia de la política económica ya que las señales enviadas por el Banco Central son fácilmente transmitidas a los agentes privados y entonces se logran los efectos deseados. Además, el mecanismo también funciona porque, como ya fue dicho, desde 1984 se introdujeron algunas restricciones cambiarias. Después de los sucesos de 1982 se concluyó que una cuenta de capital excesivamente abierta tenía parte de responsabilidad en la crisis<sup>9</sup>. Aunque algunas de esas restricciones ya no existen, en 1991 el Banco Central empezó a exigir ciertos requisitos de depósitos en el caso de préstamos extranjeros de corto plazo, a fin de aumentar su costo<sup>10</sup>.

---

<sup>6</sup> Calvo et al. (1993) afirman que Colombia y Chile, al adoptar una regla de poder de paridad de compra a fin de mantener altas tasas de cambio real, sacrificaron su objetivo de reducir la inflación entre 1985 y principios de los noventa.

<sup>7</sup> Probablemente se consideró que los costos asociados con una desinflación rápida (que resultan de rigideces nominales) eran demasiado altos. En efecto, Eyzaguirre y Rojas (1995) señalan que el alto nivel de indexación de la economía chilena condujo a preferir una política gradualista.

---

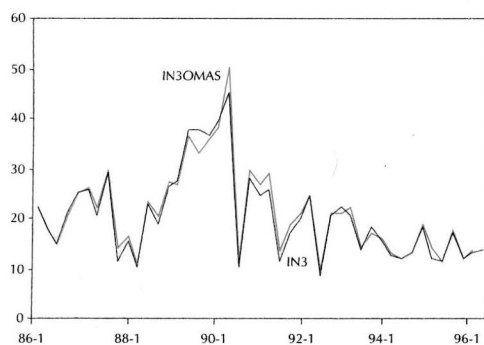
<sup>8</sup> Magendzo (1997).

<sup>9</sup> Vergara (1994) presenta una revisión de la política cambiaria entre 1984 y 1994. Según el autor, para fines prácticos la cuenta de capital se cerró desde la crisis de la deuda, en 1982, hasta 1990, cuando los capitales empezaron a fluir hacia Chile nuevamente en forma voluntaria. Véase también Eyzaguirre y Rojas (1995).

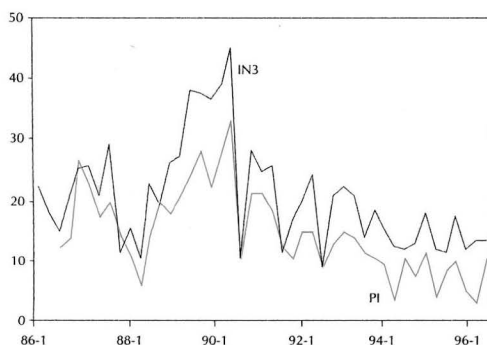
<sup>10</sup> Como en 1991 el capital extranjero regresó a Latinoamérica en forma voluntaria y masiva, el objetivo de estas restricciones era desalentar el flujo de capitales de corto plazo.

### Gráfico 3. TASAS DE INTERES

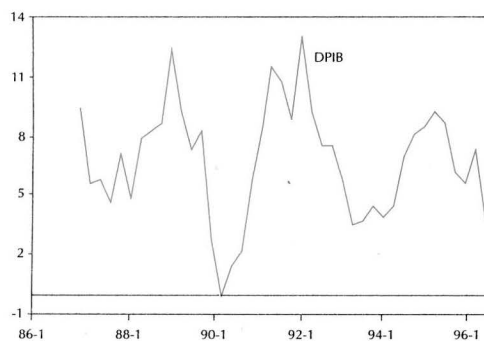
Tasa de interés de Chile



Tasa de interés nominal e inflación



Crecimiento del producto



Fuente: Banco Central de Chile y Magendzo (1997).

La política monetaria chilena se caracteriza especialmente porque las autoridades han afectado directamente las tasas de interés reales. Antes de 1995, el instrumento de la política económica era la tasa de interés pagada en documentos (indexados) emitidos por el Banco Central; esto es, el porcentaje pagado (en un documento de 90 días) sobre el cambio en el valor de la Unidad de Fomento (UF), que varía según la tasa de inflación<sup>11</sup>. Por lo tanto, el Banco Central anunciaba la tasa real al anunciar el premium sobre la inflación. Desde 1995 el Banco Central fija una tasa diaria nominal pero los agentes aún calculan la tasa real, dado que el público está permanentemente informado del cambio porcentual en el valor de la UF. En resumen, en Chile, el Banco Central ha hecho un esfuerzo muy consciente por alterar la tasa de interés real cada vez que cambian las expectativas de inflación, o cuando lo considera necesario para alcanzar su meta de tasa de inflación. Al mismo tiempo, el mensaje transmitido ha sido muy claro para el público.

Los resultados de esta utilización activa de la tasa de interés combinada con la política fiscal y la política cambiaria chilena son extraordinarios: tanto la volatilidad como el nivel de la inflación han disminuido sustancialmente (Cuadro 1). La inflación, que llegó a más de 26% en 1990, disminuyó en forma gradual y sostenida hasta alcanzar 6% en 1997, y las fluctuaciones alrededor de la media son me-

<sup>11</sup> La UF (unidad de fomento) es una unidad contable cuyo valor varía con la inflación. Por ello, todos los contratos indexados son hechos en UF, esto es, en precios constantes. Se fijaba la tasa de interés agregando algunos puntos porcentuales al cambio en el valor de la UF. Sin embargo, podría haber una diferencia entre la tasa de interés real calculada en función de la UF y la tasa de interés real ex post. Esto porque el valor de la UF varía con la inflación observada el mes anterior. Así, si la inflación disminuye, la tasa de interés real fijada en función de la UF es mayor que la tasa de interés real ex post, y viceversa. Fernández y Mendoza (1994) presentan un análisis detallado del mecanismo.



**Cuadro 1. DESVIACION ESTANDAR DE ALGUNAS VARIABLES DE COLOMBIA Y CHILE**

|                               | Chile           |                |                | Colombia        |                |                |
|-------------------------------|-----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|
|                               | Todo el período | De 1984 a 1989 | De 1990 a 1997 | Todo el período | De 1984 a 1989 | De 1990 a 1997 |
| ΔPIB (1986-1997)              | 2,90            | 2,25           | 3,09           | 2,11            | 2,14           | 2,03           |
| Inflación                     | 6,08            | 4,82           | 5,91           | 3,51            | 3,87           | 2,09           |
| Inflación sin tendencia       |                 | 4,1            | 1,57           |                 | 3,32           | 0,93           |
| Tasa de interés               | 12,04           | 12,46          | 11,3           | 4,08            | 2,42           | 3,7            |
| Tasa de interés sin tendencia |                 | 12,18          | 8,34           |                 |                |                |
| Tasa de cambio                | 11,7            | 113,24         | 10,32          | 15,1            | 16,73          | 5,6            |
| Tasa de cambio sin tendencia  |                 |                |                |                 | 6,47           | 3,47           |
| ΔM1                           | 14,88           | 10,14          | 17,71          | 5,52            | 3,67           | 8,01           |

**Cuadro 1A. MEDIA DE ALGUNAS VARIABLES DE COLOMBIA Y CHILE**

|                 | Chile           |                |                | Colombia        |                |                |
|-----------------|-----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|
|                 | Todo el período | De 1984 a 1989 | De 1990 a 1997 | Todo el período | De 1984 a 1989 | De 1990 a 1997 |
| ΔPIB (86-97)    | 6,81            | 7,63           | 6,48           | 3,89            | 3,78           | 4,19           |
| Inflación       | 15,32           | 18,3           | 11,42          | 21,14           | 21,49          | 20,26          |
| Tasa de interés | 21,63           | 24,40          | 19,43          | 32,6            | 34,60          | 28,40          |
| Tasa de cambio  | 96,83           | 98,16          | 95,80          | 90,20           | 86,60          | 97,96          |
| ΔM1             | 23,83           | 22,46          | 24,89          | 22,74           | 22,69          | 22,83          |

Nota: en el caso de Chile, las cifras relativas al producto se calculan a partir de datos trimestrales 1986:1 y 1997:1. La desviación estándar y la media de las otras variables provienen de datos mensuales entre 1984 y 1997. En el caso de Colombia, el producto proviene de datos trimestrales entre 1977:1 y 1997:2. Los indicadores para las otras variables fueron calculados usando datos mensuales desde 1980:5 hasta 1997:8.

nores (Gráfico 1). Al comparar la desviación estándar de la inflación antes de 1990 con la desviación estándar de la inflación después de 1990 aparentemente no hay variación. Incluso esta última aumenta en el segundo período. Pero esto sucede porque durante el último período se observaron niveles de inflación muy disímiles por su significativa reducción. Si se calcula una tendencia para ambos períodos, las fluctuaciones alrededor de esa tendencia son sustancialmente menores después de 1990. La desviación estándar cae de 4,1 entre 1984 y 1989 a 1,57 desde 1990 hasta mediados de 1997 (Cuadro 1).

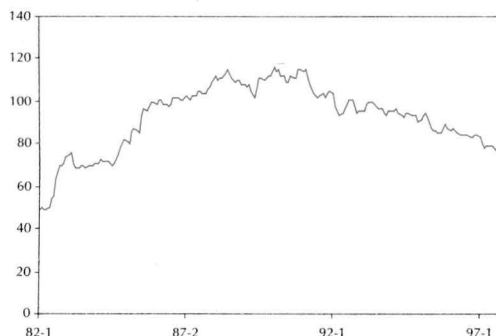
La desviación estándar de las tasas de interés siguió un patrón similar. Cuando a esta serie se le aplica el

mismo procedimiento, que consiste en encontrar la tendencia para cada período, queda claro que su desviación estándar de hecho ha caído, pero menos que en el caso de la inflación (Cuadro 1). La mayor volatilidad de las tasas de interés puede indicar que el Banco Central está dispuesto a variar las tasas de interés de corto plazo cuando lo considera necesario. En cuanto al crecimiento del producto, los resultados parecen ir en otra dirección ya que su desviación estándar es menor entre 1986 y 1989 que entre 1990 y 1997. Esto se explica principalmente por la recesión acontecida cuando el Banco Central empezó con el programa de estabilización de la inflación, en 1990, y la fuerte recuperación que siguió.

No cabe duda de que la apreciación de la tasa de cambio real observada desde 1990 está directamente relacionada con la disminución de la inflación (Gráfico 4). No obstante, ésta no es una condición suficiente para garantizar una reducción de la inflación tan rápida y drástica. Así, la regla de la tasa de interés que las autoridades han seguido, junto con el hecho de anunciar y alcanzar las metas para la inflación cada año, han aumentado la credibilidad y han facilitado el proceso de desinflación. Por ejemplo, ahora sucede que algunos salarios y precios varían de acuerdo con la inflación esperada y no con la inflación pasada, lo que acelera el programa de estabilización de la inflación y reduce sus costos<sup>12</sup>.

En efecto, los costos parecen haber sido muy reducidos puesto que durante el proceso de desinflación el producto creció a un promedio de 7% anual, y hasta 1997 la cuenta corriente no generó déficits que pudieran parecer insostenibles. Además, las cuentas fiscales llevan varios años con superávits. Por lo tanto, ésta parece ser una reducción sostenible

**Gráfico 4. INDICE DE TASA DE CAMBIO REAL CHILENA 1982-1997**



Fuente: Banco Central de Chile.

<sup>12</sup> Eyzaguirre y Rojas (1995), pp. 7-8.

del nivel de inflación, a diferencia de lo que ocurrió a comienzos de los ochenta cuando la revaluación de la tasa de cambio se hizo insostenible. En aquel entonces el programa de estabilización de la inflación utilizó la tasa de cambio nominal como ancla (en un medio indexado) y concluyó en 1982 con una enorme crisis.

## B. Colombia

La experiencia colombiana durante las últimas dos décadas tiene semejanzas con la chilena, aunque la crisis cambiaria de los ochenta no fue tan aguda. Después de un proceso insostenible de aumento del gasto y con éste de apreciación de la moneda, entre 1984 y 1986 las autoridades colombianas tuvieron que ajustar la economía devaluando el peso colombiano<sup>13</sup> y controlando estrictamente el gasto público. Luego de la estabilización del gasto, la inflación comenzó a aumentar persistentemente hasta alcanzar 32% en 1990. Esto se debió, en gran parte, a la regla de minidevaluaciones de la época que buscaba mantener el poder de paridad de compra y así sostener una tasa de cambio real alta con 1986 como referencia. Dicho nivel de inflación se consideró excesivo y se puso en marcha un programa gradual de estabilización. Adicionalmente, en 1992, la Ley 31 le otorgó más independencia al banco central (Banco de la República de Colombia) y la estabilidad de los precios pasó a ser la meta principal de las autoridades<sup>14</sup>.

En cuanto a los instrumentos de política, en general el Banco de la República ha tenido metas para los

<sup>13</sup> En 1985 se devaluó el peso colombiano cerca de 30% en términos reales.

<sup>14</sup> Steiner (1995) presenta un análisis de algunas características específicas de la nueva ley que regula el funcionamiento del banco central en Colombia (Ley 31 de 1992).

agregados monetarios. Esto aparece explícito en muchos editoriales de la Revista del Banco de la República<sup>15</sup>. Sin embargo, las metas no son estrictamente inmodificables y en los últimos años se ha usado una banda para esos agregados y ha habido realineamientos. Según Carrasquilla y Suescún (1996), en la política monetaria de Colombia hay bandas anchas para la tasa de cambio (real) y las tasas de interés<sup>16</sup>. Además, Echeverry (1993) muestra que es razonable considerar la tasa de interés como el instrumento de la política monetaria. En efecto, según este autor, la tasa de interés de los depósitos a plazo es la variable que transmite los mensajes enviados por la política monetaria al mercado, aun cuando el banco central tiene agregados monetarios como metas intermedias. En un artículo reciente, Posada y Trujillo (1998) también tratan la tasa de interés como el instrumento de la política y sus resultados son en general consistentes con los resultados del presente trabajo. Sin embargo, está

---

<sup>15</sup> Los objetivos intermedios no siempre aparecen con claridad. Por ejemplo, en octubre de 1995 el editorial de la revista del Banco de la República concluyó que era necesario seguir de cerca M3, debido a la existencia de una relación estable entre M3 y la inflación por una parte, y a los fuertes cambios observados en M1, por otra. Sin embargo, prosigue el editorial, M3 no puede ser considerada como una variable exógena ya que si se la compara con M1, el banco central tiene aún menos control sobre ésta. En resumen, se concluye que tanto M1 como M3 deberían observarse en calidad de fuentes de información, pero no necesariamente como variables de control ni objetivos de la política monetaria.

<sup>16</sup> En el caso de Alemania, Clarida y Gertler (1997) ponen en cuestión la idea convencional de que la Bundesbank tiene como variable objetivo un agregado monetario porque, según ellos, los anuncios al respecto son más bien una referencia que una meta en sí, y entonces frecuentemente no se cumplen. Dichos autores sostienen que la tasa de interés es en realidad el instrumento de política usado por la Bundesbank. Clarida, Galí y Gertler (1997) formalmente probaron la hipótesis de los agregados monetarios como variable objetivo para el caso de la Bundesbank y encontraron resultados que la contradicen. Goodfriend (1991) señala que la Federal Reserve tenía objetivos implícitos para las tasas de interés aun durante los períodos en los cuales la cantidad de dinero fue la variable objetivo.

aún por resolverse si, como se supone aquí, en Colombia la tasa de interés puede considerarse el instrumento, en lugar de los agregados monetarios<sup>17</sup>. De cualquier forma, la bibliografía más reciente sobre objetivos de inflación (*inflation targeting*) muestra que en condiciones ideales de demanda de dinero estable, usar la tasa de interés equivale a usar los agregados monetarios. No obstante, se considera que combatir la inflación utilizando como instrumento un agregado monetario es menos eficiente por la inestabilidad que con frecuencia se presenta en la demanda de dinero (Svensson 1997). Por otro lado, Echeverry y Eslava (1997) muestran que por medio de la tasa de interés de las operaciones de mercado abierto, el Banco de la República también puede afectar la tasa de préstamos interbancarios, la tasa de interés pagada en depósitos en los bancos y la tasa cobrada por los bancos en sus préstamos. De hecho, todas las tasas están relacionadas con la tasa de interés utilizada por el Banco de la República en sus operaciones de mercado abierto, como se observa en el Gráfico 7, al comparar la tasa de las OMAS y aquella que pagan los bancos por los depósitos. Finalmente, debido a rigideces nominales, a algunas restricciones en el flujo de capitales de corto plazo, a que en Colombia no ha habido tasa de cambio fija y a que en los últimos años existe una banda cambiaria, el Banco de la República también tiene la capacidad de alterar las tasas reales de interés de corto plazo.

Durante el período analizado la volatilidad de la inflación en Colombia también ha disminuido sustancialmente. De 3,87, antes de 1992, la desviación

---

<sup>17</sup> Carrasquilla y Suescún (1996) y Echeverry (1996) presentan un debate acerca de las ventajas del uso de dinero o de la tasa de interés como objetivo intermedio en Colombia. Clarida, Galí y Gertler (1997), Friedman y Kuttner (1996) y Svensson (1997) hacen exposiciones más generales.

estándar de la inflación cayó a 2,09 (Cuadro 1). Cuando se somete la inflación colombiana al procedimiento (aplicado al caso de Chile) de calcular la desviación estándar de las fluctuaciones de la inflación alrededor de una tendencia, su reducción después de 1992 es aún mayor. Para ambos períodos, la desviación estándar de la inflación y el crecimiento del producto son menores en Colombia que en Chile, pero el promedio de la tasa de crecimiento del producto también es menor (3,78% antes de 1992 y 4,19% después), como se aprecia en los Gráficos 5, 6 y 7 y en los Cuadros 1 y 1A.

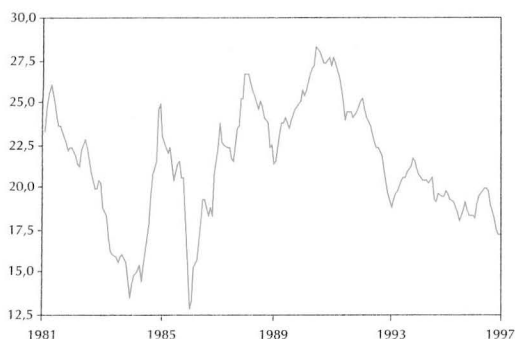
### III. LA FUNCION DE REACCION

En esta parte se especifica la función de reacción de las autoridades monetarias y se describe el procedimiento de estimación<sup>18</sup>.

#### A. Especificación

Antes de especificar la función de reacción es necesario recalcar que dichas funciones de reacción

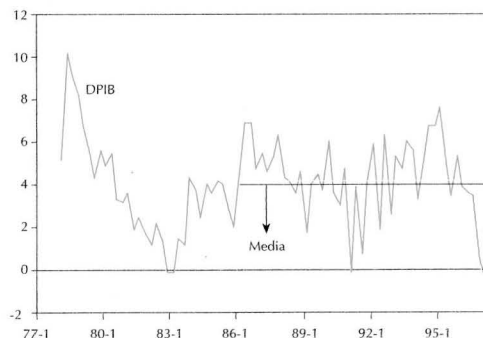
**Gráfico 5. INFLACION COLOMBIANA 1981-1997**



Fuente: Dane.

<sup>18</sup> Esta parte del trabajo se basa en Clarida, Galí y Gertler, sección 2 (1997b).

**Gráfico 6. CRECIMIENTO DEL PIB COLOMBIANO 1978-1997**



Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

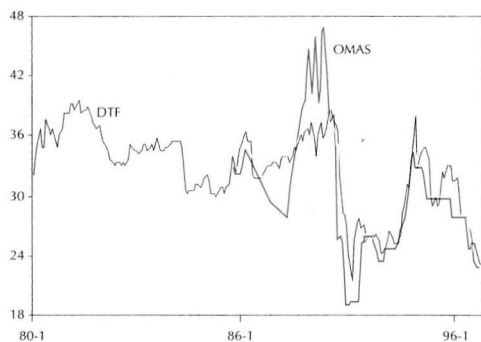
son pertinentes sólo si se cumplen varios requisitos. Se necesita introducir rigideces nominales temporales. Entonces, al alterar la tasa de interés nominal el banco central puede afectar en el corto plazo la tasa de interés real y la tasa de cambio real. Básicamente, cuando hay rigideces nominales, la política monetaria tiene efectos reales en el corto plazo, es decir, se produce una relación directa entre el producto y la inflación. Consecuentemente, reducir la inflación puede implicar costos en términos del producto que limiten el comportamiento del banco central. Además, en el caso de economías pequeñas y abiertas, para que el banco central pueda variar las tasas de interés no debe haber movilidad de capitales perfecta. Cuando la hay, se requiere que la tasa de cambio no sea fija<sup>19</sup>. De acuerdo con la sección II, las economías que se estudian en este trabajo cumplen con estos requisitos.

Muchos bancos centrales utilizan la tasa de interés de corto plazo como el instrumento de la política

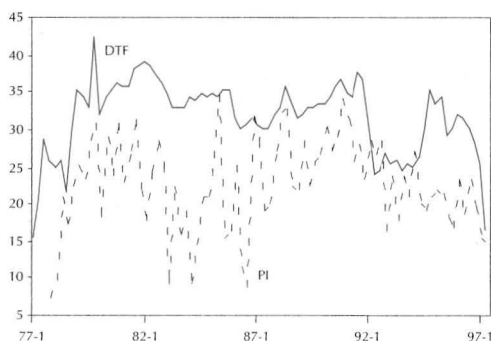
<sup>19</sup> Como ya se mencionó, Svensson (1992) muestra que la política monetaria gana autonomía con la introducción de las bandas de tasa de cambio incluso cuando hay movilidad de capitales perfecta.

## Gráfico 7. TASAS DE INTERES

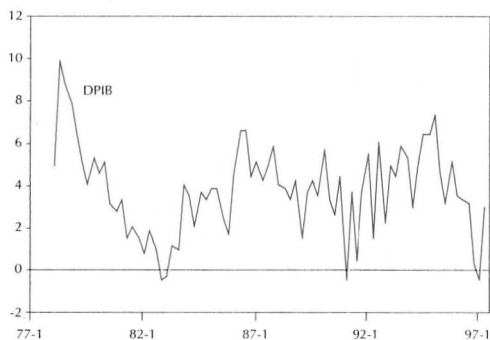
Tasa de interés en Colombia



Tasa de interés nominal e inflación



Crecimiento del PIB



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

monetaria. Incluso cuando establecen una meta para el agregado monetario tienen una meta implícita para la tasa de interés<sup>20</sup>. Dicha meta para la tasa de interés de corto plazo  $i_t^*$  para cada período, depende de las brechas de inflación y producto esperadas:

$$i_t^* = \alpha + \beta (E[\pi_{t,k} | \Omega_t] - \pi^*) + \gamma E[x_t | \Omega_t] \quad (1)$$

donde  $\alpha$ ,  $\beta$ ,  $\gamma$  son constantes,  $E[\pi_{t,k}]$  es la tasa de inflación esperada entre los períodos  $t$  y  $t$  más  $k$ ,  $\pi^*$  es la meta inflacionaria y  $E[x_t]$  es la brecha esperada del producto real, es decir, la diferencia esperada entre el producto y el producto potencial.  $E$  es el operador de esperanza matemática y  $\Omega_t$  es la información con la que cuenta el banco central al momento de decidir la meta para la tasa de interés<sup>21</sup>.

Las implicaciones económicas de la ecuación (1) dependen de los coeficientes  $\alpha$ ,  $\beta$ ,  $\gamma$ . Esto puede verse más claramente al encontrar la meta implícita para  $r_t^*$ , la tasa de interés real ex ante<sup>22</sup>.

$$r_t^* = i_t^* - E[\pi_{t,k} | \Omega_t] \quad (2)$$

Después de substituir la ecuación (1) por  $i_t^*$  en la ecuación (2), se obtiene la ecuación (3):

<sup>20</sup> Goodfriend (1991) afirma que éste fue el caso de la Federal Reserve. Nota 15.

<sup>21</sup> La ecuación (1) o sus variaciones podrían derivarse de un banco central optimizador que tuviera una función de pérdida en cada período del tipo:

$$L_t(\pi, y) = \frac{1}{2} [(\pi_t - \pi^*)^2 + \gamma y_t^2]$$

donde el banco central minimiza el valor descontado de las pérdidas. Véase Svensson (1997) y Clarida, Gali y Gertler (1997a).

<sup>22</sup> Esta es sólo una aproximación de la tasa de interés real ex ante porque puede que el período del instrumento no coincida con el horizonte de las expectativas de inflación  $k$ .

$$i_t^* = \tilde{\alpha} + (\beta - 1) (E[\pi_{t,k} | \Omega_t] - \pi_t^*) + E[x_t | \Omega_t] \quad (3)$$

en la que  $\tilde{\alpha} = \alpha - \pi^*$

Cuando la inflación esperada aumenta, en la ecuación (3), la tasa de interés real *ex ante* aumenta y estabiliza la inflación sólo si  $\beta$  es superior a 1. Al contrario, si  $\beta$  es inferior a 1 la tasa real disminuye cuando la inflación esperada aumenta, estimulando la economía y la propia inflación.

En efecto, Clarida, Galí y Gertler (1997c) muestran que incrementos o fluctuaciones en el producto y en la inflación, como resultado de expectativas que se autocumplen, son posibles cuando el banco central sigue una política acomodaticia de este tipo ( $\beta < 1$ ). En consecuencia, estimar  $\beta$  es muy útil si se quiere evaluar la política monetaria de un país.

Por otro lado, se ha documentado empíricamente que los bancos centrales frecuentemente suavizan los cambios en las tasas de interés, ya que consideran que hay costos adicionales relacionados con la volatilidad de la tasa de interés<sup>23</sup>. Por lo tanto, tener en cuenta que los movimientos en la tasa de interés son suavizados es importante para que el modelo sea empíricamente relevante. Este hecho se refleja en la ecuación (4), donde la tasa de interés observada en cada período  $i_t$  es una combinación de la meta  $i_t^*$  y de la tasa de interés observada en el período anterior  $i_{t-1}$ . Además del factor suavizador o de ajuste parcial, la ecuación (4) incluye choques exógenos y aleatorios ( $v_t$ ) a la tasa de interés:

$$i_t + (1 - \rho) i_t^* + \rho i_{t-1} + v_t \quad (4)$$

Al combinarse las ecuaciones (4) y (1), la ecuación de la tasa de interés se transforma en lo siguiente:

$$i_t = (1 - \rho) \alpha + (1 - \rho) \beta \pi_{t,k} + (1 - \rho) \gamma x_t - \rho i_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5)$$

donde:

$$\varepsilon_t = - (1 - \rho) \{ \beta (\pi_{t,k} - E[\pi_{t,k} | \Omega_t]) + \gamma (x_t - E[x_{t,k} | \Omega_t]) \} + v_t \quad (6)$$

La variable  $\varepsilon_t$  está compuesta por una combinación lineal de errores de predicción y por los choques exógenos. La combinación lineal de los errores de predicción (entre corchetes) es ortogonal a cualquier variable incluida en el conjunto de información disponible  $\Omega_t$ . Adicionalmente, si  $z_t$  es el conjunto de instrumentos ortogonales a  $\varepsilon_t$ , entonces  $E[\varepsilon_t | z_t \in \Omega_t] = 0$ .

En consecuencia, es posible usar las siguientes condiciones de ortogonalidad que permiten la estimación empírica:

$$E\{[i_t - (1 - \rho) \alpha - (1 - \rho) \beta \pi_{t,k} - (1 - \rho) \gamma x_{t,k} - \rho i_{t-1}] z_t\} = 0 \quad (7)$$

## B. Estimación

El objetivo central de todos los ejercicios es saber si los valores estimados del coeficiente asociado con la inflación esperada  $\beta$  son mayores o menores que 1. Esto porque, como ya se dijo de acuerdo con la ecuación (3), un  $\beta$  mayor que 1 corresponde a una política que estabiliza la economía cuando aumentan las expectativas de inflación. Además, se busca comparar las estimaciones para ambos países y concluir, a partir de ellas, cómo la política monetaria se relaciona con el desempeño inflacionario de cada país.

Para estimar los coeficientes  $\alpha$ ,  $\beta$ ,  $\gamma$ ,  $\rho$  se usa el Método Generalizado de Momentos (GMM). Este método se escogió por varias razones: porque per-

<sup>23</sup> Goodfriend (1991) y Rudebusch (1995).



mite la presencia de autocorrelación y heterocedasticidad. En esta estimación particular podría también existir sesgo de simultaneidad dado que la tasa de interés reacciona a las expectativas de inflación y de producto y al mismo tiempo la tasa de interés las afecta a ambas. Es por ello que se requiere el uso de instrumentos.

El conjunto de instrumentos  $z_t$  incluye la tasa de interés, la brecha del producto, el crecimiento del dinero (M1), la primera diferencia de la tasa de cambio, la inflación y un indicador de precios internacionales de materias primas, todos rezagados<sup>24</sup>. Debido a que el número de instrumentos es mayor que el número de parámetros que se debe estimar, se realiza una prueba de las restricciones "sobre-identificadas" (*Hansen J test*) y por lo tanto, de la validez del modelo. El primer ejercicio es el más importante de acuerdo con los objetivos del estudio y en él se estima una ecuación de la tasa de interés que incluye solamente la inflación esperada y la tasa de interés rezagada como variables independientes:

$$E\{[i_t - (1 - \rho) \alpha - (1 - \rho) \beta \pi_{t,k} - (1 - \rho) \gamma x_{t,k} - \rho i_{t-1}] z_t\} = 0 \quad (8)$$

Esto supone que las autoridades monetarias solamente apuntan a reducir la inflación sin considerar el producto ( $\gamma = 0$ ) y el producto es útil sólo en la medida en que sirve para predecir la inflación. Este ejercicio se hizo para varios horizontes de predicción de la inflación usados por el Banco Central en la función de reacción. El punto de referencia es un horizonte de un año para la inflación esperada, que es el horizonte típico considerado por los bancos

centrales<sup>25</sup>. A continuación se realizan estimaciones mediante la inclusión en dicha ecuación de una variable adicional cada vez. En primer lugar, se incluye la brecha del producto, en segundo lugar, la brecha del producto se sustituye por la tasa de cambio, y por último, éstas son sustituidas por la inflación rezagada para comprobar si cada una de estas variables es relevante en la fijación de la tasa de interés, independientemente de su utilidad para predecir la inflación:

$$E\{[i_t - (1 - \rho) \alpha - (1 - \rho) \beta \pi_{t,k} - (1 - \rho) \gamma x_{t,k} - \rho i_{t-1}] z_t\} = 0 \quad (9)$$

donde  $x_t$  es la variable introducida cada vez. De aquí que cuando la brecha del producto sea usada, la ecuación estimada será exactamente igual a la ecuación (7).

Finalmente, se realizan ejercicios adicionales con datos mensuales a fin de determinar si hubo un cambio estructural al comienzo de esta década, con motivo de las reformas estructurales que le otorgaron más independencia a ambos bancos centrales. Todos estos ejercicios se hacen para ambos países.

#### IV. DATOS Y RESULTADOS

En esta sección se presenta la evidencia empírica para Colombia y Chile. Las series usadas fueron<sup>26</sup>:  $y = \log(\text{PIB trimestral})$ <sup>27</sup>

<sup>25</sup> La mayoría de los bancos centrales anuncian metas inflacionarias para el año calendario.

<sup>26</sup> En el caso de Chile, las series provienen del Banco Central de Chile. En el caso de Colombia algunas series provienen del Banco de la República y otras del Departamento Nacional de Planeación.

<sup>27</sup> En los ejercicios para Chile con datos mensuales se usó el indicador mensual de actividad económica (IMACEC). Los resultados son consistentes con aquellos realizados con cifras trimestrales. En los ejercicios con datos mensuales para Colombia se usó el índice de producción industrial como proxy del PIB.

<sup>24</sup> Para los ejercicios con datos trimestrales se usaron cuatro rezagos. En los ejercicios hechos con datos mensuales se incluyeron el primero, el segundo, el sexto, el noveno y el décimo segundo rezagos.

$p$  = log (índice de precios al consumidor)

$q$  = tasa de cambio real

$m$  = M1 (promedios mensuales)

$i$  = tasa de interés nominal que los bancos pagan por los depósitos a plazo fijo de 30 a 90 días<sup>28</sup>

También se usó el logaritmo del índice de precios de las materias primas de Estados Unidos como un indicador mundial de precios de las materias primas<sup>29</sup>. A fin de calcular la brecha del producto se le quitó la tendencia al PIB mediante el uso de una tendencia cuadrática<sup>30</sup>.

## A. Chile

La muestra para los ejercicios con datos trimestrales de Chile va desde 1986:1 hasta 1997:1<sup>31</sup>. El primer ejercicio estima una función de reacción para la tasa de interés bajo el supuesto de que el banco central sólo tiene como objetivo la inflación<sup>32</sup>. Como se dijo anteriormente, esto significa que  $\gamma$  es igual a

---

<sup>28</sup> Esta tasa de interés específica se escogió para ambos países porque las series disponibles eran lo suficientemente extensas. Al mismo tiempo, estas series están altamente correlacionadas con otras tasas de interés controladas por los bancos centrales (Gráficos 3 y 7). En algunos ejercicios se usó la serie de tasas de interés pagadas con descuento por el Banco Central de Chile (PDBC) que se encuentra en Magendzo (1997) y los resultados cualitativos no cambian. Lo mismo ocurre con algunos ejercicios que se hicieron para Colombia con la tasa de interés de las OMAS del Banco de la República después de 1992.

<sup>29</sup> Todas las series fueron sometidas a las pruebas de Dickey-Fuller y Phillips-Perron. Véanse los Cuadros 11 y 11A.

<sup>30</sup> Este fue el método usado por Clarida, Galí y Gertler (1997c). Se adoptó porque la muestra es muy corta y esta es una manera estándar de calcularlo. De hecho, los resultados obtenidos con este indicador son consistentes con otros ejercicios, que no se incluyen aquí, realizados con la tasa de desempleo como indicador de la brecha del producto.

<sup>31</sup> Se escogió este período porque el PIB trimestral sólo estaba disponible desde 1986. Adicionalmente, en 1982 hubo una profunda crisis que llevó a varios cambios estructurales en la economía y en la política monetaria en 1983 y 1984.

cero y las únicas variables independientes son la inflación esperada y la tasa de interés rezagada. A pesar de que se usaron varios horizontes objetivo, el ejercicio de referencia se muestra en la primera columna del Cuadro 2 y considera que las autoridades monetarias planifican con un año de anticipación. Estas no están tan preocupadas por la inflación mensual sino más bien por la inflación anual para la cual fijan una meta. En todos los ejercicios incluidos en el Cuadro 2 el coeficiente de la inflación esperada,  $\beta$ , es positivo, suficientemente mayor que 1 y significativo para permitir el rechazo de la hipótesis de que dicho coeficiente es igual a 1.

Así, todos los resultados son consistentes con los obtenidos en el ejercicio de referencia. Esto indica que siempre que la inflación esperada aumenta, las autoridades chilenas reaccionan con fuerza aumentando la tasa de interés real. Adicionalmente, la estimación del parámetro que indica la lentitud de ajuste de la tasa de interés ( $\rho$ ) es bajo para Chile o, lo que es lo mismo, la inercia de la tasa de interés es baja. Esto probablemente refleja que las autoridades son más agresivas en la lucha contra la inflación y no dudan en modificar las tasas de interés en el corto plazo. Finalmente, las últimas dos filas del Cuadro 2 muestran el coeficiente de Durbin-Watson y los niveles de significancia asociados con la prueba J de Hansen de las restricciones sobre-

---

<sup>32</sup> En el caso de Chile no es posible rechazar la hipótesis de raíz unitaria para la inflación  $p_t - p_{t-12}$  y de la tasa de interés  $i$  (Cuadro 11). Por tanto, se decidió hacer dos tipos de ejercicios: en un caso a estas dos variables se les eliminó la tendencia con un filtro Hodrick-Prescott y se hicieron las estimaciones. Con esto se trata de medir la reacción de las autoridades a las desviaciones de la tendencia de largo plazo de la inflación. En otro caso, en las estimaciones se incluyó una variable de tendencia en el lado derecho de la ecuación. Aunque los resultados cualitativos en general no cambian, aquí se presentan las estimaciones obtenidas con variables tratadas de la primera forma.

## Cuadro 2. CHILE: DATOS TRIMESTRALES DE 1986 A 1997

Variable dependiente: tasa de interés (i)

| Horizonte                            | 1 año                        | 1 semestre               | 1 trimestre                |
|--------------------------------------|------------------------------|--------------------------|----------------------------|
| Constante                            | -1,086                       | -0,26                    | 0,15                       |
| Inflación esperada ( $\beta$ )       | ( ) 2,15 (0,17)<br>t = 12,74 | 1,80 (0,57)<br>t = 31,90 | 1,57 (0,0094)<br>t = 16,60 |
| Tasas de interés rezagada ( $\rho$ ) | 0,13 (0,48)<br>t = 2,76      | -0,42 (0,48)<br>t = 8,86 | -0,16 (0,04)<br>t = 3,85   |
| Durbin Watson                        | 2,30                         | 2,11                     | 2,14                       |
| p                                    | 0,99                         | 0,99                     | 0,99                       |

Nota: las cifras entre paréntesis corresponden a la desviación estándar.

identificadas del modelo. El modelo no es rechazado en ningún caso.

El Cuadro 3 muestra los resultados del segundo ejercicio. Además de la inflación esperada, para cada caso se incluyó una variable adicional. En

tonces la estimación de la primera columna incluye también la brecha del producto; la estimación presentada en la segunda columna contiene la tasa de cambio real y el ejercicio de la tercera columna comprende la inflación rezagada. En todos los casos las estimaciones del coeficiente de la inflación es-

## Cuadro 3. CHILE: DATOS TRIMESTRALES DE 1986 A 1997, HORIZONTE DE 1 AÑO ( $k = 4$ , $q = 0$ )

Variable dependiente: tasa de interés (i)

| Ejercicio                           | 1                         | 2                        | 3                         |
|-------------------------------------|---------------------------|--------------------------|---------------------------|
| Constante                           | -1,00                     | -0,25                    | -0,27                     |
| Inflación esperada ( $\beta$ )      | 2,10 (0,24)<br>t = 8,60   | 1,92 (0,21)<br>t = 8,95  | 1,39 (0,09)<br>t = 14,94  |
| Brecha del producto ( $\gamma$ )    | -0,87 (0,22)<br>t = -3,89 |                          |                           |
| Tasa de cambio real ( $\gamma$ )    |                           | 0,08 (0,035)<br>t = 2,26 |                           |
| Inflación rezagada ( $\gamma$ )     |                           |                          | 1,37 (0,041)<br>t = 32,84 |
| Tasa de interés rezagada ( $\rho$ ) | 0,08 (0,055)<br>t = -1,52 | 0,05 (0,07)<br>t = 0,7   | -0,43 (0,06)<br>t = -7,19 |
| Durbin Watson                       | 2,25                      | 1,97                     | 1,78                      |
| p                                   | 0,99                      | 0,99                     | 0,99                      |

Nota: las cifras entre paréntesis corresponden a la desviación estándar.

perada ( $\beta$ ) son de nuevo mayores que uno y altamente significativas. La primera columna señala la estimación de la función de reacción que también incluye la brecha del producto. El coeficiente  $\beta$  es muy alto (2,10), el coeficiente del producto ( $\gamma$ ) es significativo pero no tiene el signo esperado<sup>33</sup>. En la segunda columna, en lugar del producto se incluye la primera diferencia de la tasa de cambio real. En este caso  $\beta$  es 1,92 y el coeficiente de la tasa de cambio real es significativo aunque muy bajo (0,08). Las estimaciones de la tercera columna incluyen la inflación rezagada. Ambos coeficientes son significativos y superiores a 1, lo que parece indicar que las autoridades también consideran la inflación rezagada cuando deciden el nivel de la tasa de interés.

El Cuadro 4 muestra los resultados de dos ejercicios que incluyen tres variables al mismo tiempo: la inflación esperada, la brecha del producto y la tasa de cambio<sup>34</sup> o la inflación rezagada. Los resultados son consistentes con los anteriores:  $\beta$  es muy superior a 1, la tasa de cambio, en la primera columna, es significativa con un coeficiente pequeño (0,1) y la brecha del producto no tiene el signo esperado además de no ser significativo en una de las dos estimaciones.

El hecho de que en todos los ejercicios el coeficiente  $\beta$  de la inflación esperada sea siempre significativamente superior a 1 (fluctuando entre 1,39 y 2,15) indica que éste es un resultado muy robusto a

<sup>33</sup> En casi todos los ejercicios se encontró un coeficiente negativo de la brecha del producto. En concordancia con este resultado, se obtuvo un coeficiente positivo en algunos ejercicios, que no se incluyen aquí, realizados con la tasa de desempleo. No se tiene una explicación satisfactoria para este resultado.

<sup>34</sup> Estas tres variables podrían perfectamente encontrarse en la función de pérdida de las autoridades y entonces en su función de reacción. Véase Svensson (1998).

**Cuadro 4. CHILE: DATOS TRIMESTRALES DE 1986 A 1997, HORIZONTE DE UN AÑO ( $k = 4$ ,  $q = 0$ )**

Variable dependiente: tasa de interés (i)

| Ejercicio                        | 1                         | 2                          |
|----------------------------------|---------------------------|----------------------------|
| Constante                        | -0,52                     | -0,65                      |
| Inflación esperada ( $\beta$ )   | 1,99 (0,24)<br>t = 8,14   | 1,60 (0,12)<br>t = 12,85   |
| Brecha del producto ( $\gamma$ ) | -0,87 (2,8)<br>t = -3,10  | -0,03 (0,19)<br>-0,18      |
| Tasa de cambio real ( $\gamma$ ) | 0,10 (0,048)<br>t = 2,0   |                            |
| Inflación rezagada ( $\gamma$ )  |                           | 0,95 (0,13)<br>t = 7,20    |
| Tasa de interés rezagada (p)     | -0,07 (0,04)<br>t = -1,17 | -0,17 (0,043)<br>t = -3,92 |
| Durbin Watson                    | 2,29                      | 2,07                       |
| p                                | 0,99                      | 0,99                       |

Nota: las cifras entre paréntesis corresponden a la desviación estándar.

las diferentes especificaciones. Se puede decir entonces que efectivamente el Banco Central de Chile sigue una regla monetaria estabilizadora que reacciona muy fuertemente contra la inflación.

Con el fin de examinar la presencia de un cambio estructural en 1990 (año en que el Banco Central se volvió independiente) se requiere una muestra más extensa. Consecuentemente, para realizar ejercicios similares se utilizaron datos mensuales entre 1985:1 y 1997:8<sup>35</sup>. La muestra se dividió en dos períodos: antes y después de enero de 1990<sup>36</sup>. En la mayoría de los casos las estimaciones para  $\beta$  antes de 1990

<sup>35</sup> Se escogió este período porque, como se dijo anteriormente, en 1985 el Banco Central empezó a utilizar la tasa de interés como el instrumento de la política monetaria.

<sup>36</sup> En realidad al Banco Central de Chile se le garantizó su independencia a partir de noviembre de 1989.

son estadísticamente menores que las obtenidas para después de 1990, año en que el Banco Central comenzó a operar más independientemente y cuando el control de la inflación se volvió una prioridad.

En el ejercicio de referencia (con un horizonte de un año) el coeficiente  $\beta$  que aparece en la primera columna del Cuadro 5 es de 0,57 entre 1985 y 1989 y de 2,13 cuando la misma ecuación fue estimada para el período 1990-1997 como se puede ver en la segunda columna. En los Cuadros 6 y 7 se muestra que las estimaciones para  $\beta$  antes de 1990 van de 0,59 a 1,06, y después de 1990, de 1,62 a 4,05. Es decir, en el segundo período los coeficientes son mayores que en el primero. Así, antes de 1990 no es posible rechazar la hipótesis de que  $\beta$  sea menor o igual a 1. Por el contrario, después de 1990 en todas las estimaciones se rechaza dicha hipótesis. De igual forma, la hipótesis nula del mismo valor para ambos períodos puede ser rechazada en casi todos los casos<sup>37</sup>.

**Cuadro 5. CHILE: DATOS MENSUALES DE 1985 A 1997, HORIZONTE DE UN AÑO ( $k = 12$ ,  $q = 0$ )**

Variable dependiente: tasa de interés ( $i$ )

| Ejercicio                        | 1985-1989                 | 1990-1997                 |
|----------------------------------|---------------------------|---------------------------|
| Constante                        | 0,16                      | 1,10                      |
| Inflación esperada ( $\beta$ )   | 0,57 (0,19)<br>$t = 2,92$ | 2,13 (0,92)<br>$t = 2,32$ |
| Tasa de interés rezagada ( $p$ ) | 0,58 (0,06)<br>$t = 9,60$ | 0,68 (0,36)<br>$t = 18,5$ |
| Durbin Watson                    | 1,97                      | 2,00                      |
| $p$                              | 0,99                      | 0,99                      |

Nota: las cifras entre paréntesis corresponden a la desviación estándar.

<sup>37</sup> Se realizó una prueba de Chow con las variables *dummy*. Las *dummies* son altamente significativas y la hipótesis nula de un coeficiente único durante los dos períodos es rechazada.

En conclusión, las pruebas empíricas realizadas con datos mensuales tienden a indicar que las autoridades chilenas combaten más enérgicamente la inflación ahora que cuando el Banco Central era menos independiente. Este resultado ayuda a explicar tanto la reducción de la desviación estándar como el nivel de la inflación en Chile durante la presente década. La estrategia global fue esencial para reducir la tasa de inflación después de 1990, puesto que un acertado manejo de las tasas de interés le permitió al Banco Central controlar la demanda agregada y coordinar las expectativas inflacionarias de los agentes, de tal forma que la apreciación de la moneda chilena se tradujo rápidamente en ganancias contra la inflación (Gráficos 1 y 4).

Los coeficientes del crecimiento de la tasa de cambio real constituyen otra diferencia entre ambos períodos. Aunque los coeficientes de la tasa de cambio real son pequeños, tienen el signo correcto y son significativos en todos los ejercicios realizados para el primer período, como se aprecia en la segunda columna del Cuadro 6 y en la primera del Cuadro 7. Por otro lado, también en los Cuadros 6 y 7 se ve que después de 1990 los coeficientes de tasa de cambio son negativos, es decir no son los esperados. De otra parte, los resultados obtenidos para la brecha del producto no son concluyentes. En general el coeficiente de la brecha del producto no es significativo, excepto en el Cuadro 7 columnas segunda y cuarta. En dicho cuadro se ve que en cada uno de los dos períodos hay una estimación donde el producto tiene el signo esperado y es significativo, por lo que no es posible concluir nada al respecto<sup>38</sup>.

<sup>38</sup> Cabe anotar que en algunos ejercicios (que no se presentan aquí), donde no se quitó la tendencia ni a la tasa de interés ni a la inflación (sino que se incluyó una variable de tendencia en el lado derecho de la ecuación), se encontró que en general antes de 1990 la brecha del producto tiene el signo correcto y es significativa, mientras que después de 1990 su coeficiente se vuelve negativo.

**Cuadro 6. CHILE: DATOS MENSUALES DE 1985 A 1997, HORIZONTE DE UN AÑO (k = 12, q = 0)**

Variable dependiente: tasa de interés (i)

| Ejercicio                           | De 1985 a 1989           |                           |                         | De 1990 a 1997            |                           |                          |
|-------------------------------------|--------------------------|---------------------------|-------------------------|---------------------------|---------------------------|--------------------------|
|                                     | 1                        | 2                         | 3                       | 1                         | 2                         | 3                        |
| Constante                           | -0,32                    | -2,08                     | -                       | 1,99                      | 0,66                      | -0,16                    |
| Inflación esperada ( $\beta$ )      | 0,61 (0,30)<br>t = 2,00  | 0,71 (0,18)<br>t = 3,83   | 1,06 (0,16)<br>t = 6,62 | 2,71 (0,91)<br>t = 2,99   | 3,65 (0,52)<br>t = 3,56   | 2,02 (0,58)<br>t = 3,50  |
| Brecha del producto ( $\gamma$ )    | 0,25 (0,27)<br>t = 0,90  |                           |                         | -1,43 (0,47)<br>t = -3,04 |                           |                          |
| Tasa de cambio real ( $\gamma$ )    |                          | 0,18 (0,016)<br>t = 10,84 |                         |                           | -0,39 (0,08)<br>t = -4,79 |                          |
| Inflación rezagada ( $\gamma$ )     |                          |                           | 1,27 (0,21)<br>t = 5,96 |                           |                           | 2,89 (0,42)<br>t = 6,80  |
| Tasa de interés rezagada ( $\rho$ ) | 0,55 (0,04)<br>t = 14,67 | 0,47 (0,04)<br>t = 12,11  | 0,37 (0,04)<br>t = 8,81 | 0,67 (0,04)<br>t = 15,40  | 0,74 (0,03)<br>t = 21,50  | 0,61 (0,04)<br>t = 14,67 |
| Durbin Watson<br>p                  | 2,04<br>0,99             | 1,96<br>0,99              | 1,79<br>0,99            | 2,01<br>0,99              | 1,92<br>0,99              | 2,00<br>0,99             |

Nota: las cifras entre paréntesis corresponden a la desviación estándar.

**Cuadro 7. CHILE: DATOS MENSUALES DE 1985 A 1997, HORIZONTE DE UN AÑO (k = 12, q = 0)**

Variable dependiente: tasa de interés (i)

| Ejercicio                           | De 1985 a 1989            |                         | De 1990 a 1997            |                         |
|-------------------------------------|---------------------------|-------------------------|---------------------------|-------------------------|
|                                     |                           |                         |                           |                         |
| Constante                           | -1,99                     | -0,42                   | 1,42                      | -0,64                   |
| Inflación esperada ( $\beta$ )      | 0,59 (0,31)<br>t = 1,88   | 0,77 (0,31)<br>t = 2,49 | 4,05 (1,05)<br>t = 3,86   | 1,62 (0,58)<br>t = 2,79 |
| Brecha del producto ( $\gamma$ )    | 0,24 (0,27)<br>t = (0,84) | 0,66 (0,34)<br>t = 1,93 | -1,29 (0,59)<br>t = -2,16 | 0,92 (0,41)<br>t = 2,30 |
| Tasa de cambio real ( $\gamma$ )    | 0,19 (0,02)<br>t = 11,25  |                         | -0,36 (0,07)<br>t = -4,91 |                         |
| Inflación rezagada ( $\gamma$ )     |                           | 1,50 (0,21)<br>t = 7,14 |                           | 3,44 (0,53)<br>t = 6,45 |
| Tasa de interés rezagada ( $\rho$ ) | 0,48 (0,04)<br>t = 12,56  | 0,36 (0,04)<br>t = 8,55 | 0,73 (0,04)<br>t = 20,53  | 0,60 (0,04)<br>t = 15,5 |
| Durbin Watson<br>p                  | 1,97<br>0,99              | 1,77<br>0,99            | 1,92<br>0,99              | 2,01<br>0,99            |

Nota: las cifras entre paréntesis corresponden a la desviación estándar.



Así, los resultados tienden a indicar que las autoridades monetarias chilenas dieron más importancia a la estabilización de la tasa de cambio real en el primer período que en el segundo. Esto coincide con la sabiduría convencional de que las autoridades chilenas usaron una regla de poder de paridad de compra a fin de tener una tasa de cambio real alta entre 1985 y 1990 (Calvo et al.).

## B. Colombia

La muestra de Colombia va de 1977:1 a 1997:2<sup>39</sup>. La mayoría de las estimaciones para Colombia muestran que  $\beta$ , el coeficiente que mide la sensibilidad a la inflación esperada, es muy bajo. El hecho de que  $\beta$  sea menor que 1 significa que cada vez que aumentan las expectativas de inflación, las autoridades colombianas permiten que caigan las tasas de interés reales de corto plazo. Esto porque ante cambios en las expectativas inflacionarias, las autoridades no reaccionan en forma suficientemente enérgica aumentando las tasas nominales de interés al nivel requerido para que suban las tasas reales, de forma que las mayores expectativas de inflación terminan validándose. Clarida, Galí y Gertler (1997c) muestran que este tipo de regla monetaria es una fuente de inestabilidad económica porque "abre la posibilidad de brotes inflacionarios y de producto que resultan de cambios en las expectativas que se autocumplen"<sup>40</sup>.

El Cuadro 8 contiene los resultados del ejercicio más sencillo y más importante, que incluye sólo la

inflación esperada como variable explicativa en la función de reacción. Las estimaciones de  $\beta$  son significativas y varían entre 0,26 y 0,31, es decir, son muy inferiores a 1 y también mucho menores que sus homólogas de Chile. Por el contrario, las estimaciones de  $\rho$  (0,69) son muy significativas y mayores que en el caso de Chile, lo que indica mayor inercia en las tasas de interés.

En los resultados presentados en los Cuadros 9 y 10, donde junto con la inflación esperada se incluyen otras variables, la inflación esperada no es significativa. Aquí la inflación rezagada tampoco es significativa. Además, el crecimiento de la tasa de cambio es significativo en un caso (Cuadro 9) pero con el signo contrario al esperado. De otra parte, en la primera columna del Cuadro 9 y en la segunda del Cuadro 10 se observa que la brecha del producto es significativa.

Los resultados parecen mostrar, en primer lugar, que en la mayor parte del período la estabilización del producto han sido importante para las autoridades colombianas y que la regla monetaria seguida no conduce a la estabilización de la inflación. En segundo lugar, el ajuste deficiente de varias de las regresiones para Colombia también puede indicar que, en efecto, las autoridades colombianas apuntan a un agregado monetario, de manera que la política monetaria no se refleja en las tasas de interés como sucedería si ésta fuera el instrumento. Un estudio reciente sobre objetivos de inflación (*inflation targeting*) Svensson (1997) muestra que cuando la demanda de dinero es estable, usar la tasa de interés equivale a usar los agregados monetarios. No obstante, considera que combatir la inflación utilizando un agregado monetario como instrumento es menos eficiente por la inestabilidad frecuente de la demanda y porque los anuncios de este tipo de objetivos no son tan claros y rápidos

<sup>39</sup> El período de la muestra fue seleccionado en función de la disponibilidad de datos.

<sup>40</sup> Clarida, Galí y Gertler, "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory", New York University, CV Starr Center Working Paper No. 98-01, diciembre de 1997, pág. 3.

**Cuadro 8. COLOMBIA: DATOS TRIMESTRALES DE 1977 A 1997**

Variable dependiente: tasa de interés (i)

| Horizonte                            | 1 año                    | 1 semestre                | 1 trimestre               |
|--------------------------------------|--------------------------|---------------------------|---------------------------|
| Constante                            | 32,40                    | 31,00                     | 32,90                     |
| Inflación esperada ( $\beta$ )       | 0,26 (0,152)<br>t = 1,74 | 0,31 (0,122)<br>t = 2,50  | 0,29 (0,118)<br>t = 2,07  |
| Tasas de interés rezagada ( $\rho$ ) | 0,69 (0,03)<br>t = 22,79 | 0,67 (0,027)<br>t = 24,80 | 0,64 (0,031)<br>t = 20,40 |
| Durbin Watson                        | 2,07                     | 2,04                      | 1,97                      |
| p                                    | 0,98                     | 0,99                      | 0,98                      |

Nota: las cifras entre paréntesis corresponden a la desviación estándar.

**Cuadro 9. COLOMBIA: DATOS TRIMESTRALES DE 1977 A 1997, HORIZONTE DE 1 AÑO (k = 4, q = 0)**

Variable dependiente: tasa de interés (i)

| Ejercicio                           | 1                         | 2                         | 3                         |
|-------------------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| Constante                           | 30,80                     | 36,10                     | 32,87                     |
| Inflación esperada ( $\beta$ )      | -0,08 (0,23)<br>t = -0,36 | 0,18 (0,2)<br>t = 0,89    | 0,07 (0,18)<br>t = 0,40   |
| Brecha del producto ( $\gamma$ )    | 0,59 (0,28)<br>t = 2,13   |                           |                           |
| Tasa de cambio real ( $\gamma$ )    |                           | -0,13 (0,05)<br>t = -2,30 |                           |
| Inflación rezagada ( $\gamma$ )     |                           |                           | 0,21 (0,13)<br>t = 1,72   |
| Tasa de interés rezagada ( $\rho$ ) | 0,64 (0,05)<br>t = 12,40  | 0,68 (0,04)<br>t = 17,70  | 0,66 (0,036)<br>t = 18,60 |
| Durbin Watson                       | 1,97                      | 2,03                      | 1,99                      |
| p                                   | 0,97                      | 0,99                      | 0,99                      |

Nota: las cifras entre paréntesis corresponden a la desviación estándar.

como señal, a diferencia del mensaje que la tasa de interés le envía al bolsillo de cada uno de los agentes<sup>41</sup>.

Por tanto, los resultados pueden estar mostrando, primero, que debido a la inestabilidad en la demanda de dinero se ha perdido parte de la eficacia del instrumento, lo que se ha traducido en movimientos insuficientes de la tasa de interés ante cambios en las expectativas inflacionarias. De hecho, las notas editoriales de la revista del Banco de la República

<sup>41</sup> En general, el público no le hace un seguimiento permanente a la evolución de los agregados monetarios.

**Cuadro 10. COLOMBIA: DATOS TRIMESTRALES DE 1985 A 1997, HORIZONTE DE UN AÑO ( $k = 12, q = 0$ )**

| Variable dependiente: tasa de interés (i) |                            |                           |
|---|----------------------------|---------------------------|
| Ejercicio                                 | 1                          | 2                         |
| Constante                                 | 41,70                      | 42,69                     |
| Inflación esperada ( $\beta$ )            | -0,11 (0,24)<br>t = 0,46   | -0,31 (0,27)<br>t = 1,14  |
| Brecha del producto ( $\gamma$ )          | 0,56 (0,41)<br>t = 1,37    | 0,64 (0,297)<br>t = 2,16  |
| Tasa de cambio real ( $\gamma$ )          | -0,06 (0,078)<br>t = -0,70 |                           |
| Inflación rezagada ( $\gamma$ )           |                            | 0,15 (0,16)<br>t = 0,90   |
| Tasa de interés rezagada (p)              | 0,68 (0,036)<br>t = 18,60  | 0,65 (0,033)<br>t = 19,60 |
| Durbin Watson p                           | 2,05<br>0,99               | 1,95<br>0,98              |

Nota: las cifras entre paréntesis corresponden a la desviación estándar.

de octubre de 1995 destacan la inestabilidad de M1 en la presente década. Esta ineficiencia debe traducirse en que las estimaciones empíricas muestran una menor sensibilidad de la tasa de interés a la inflación esperada, es decir, un menor coeficiente  $\beta$ <sup>42</sup>.

Segundo, que las autoridades no han seguido la regla apropiada porque en su función de pérdida existen otros objetivos, como la brecha del producto, que en algunos momentos pudieron haber tenido

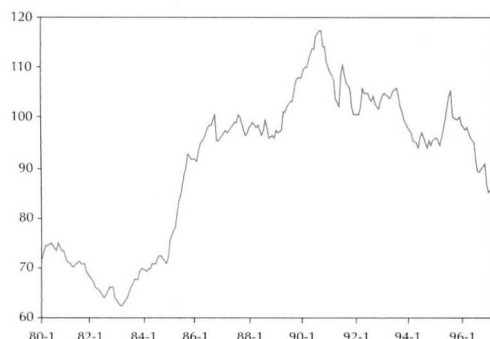
igual o mayor importancia que la estabilización de los precios. Masson et al. afirman que pareciera que el banco central de Colombia variara su objetivo principal a través del tiempo. Por ejemplo, entre 1992 y 1994 las tasas de interés fueron tan bajas que en un momento se volvieron negativas (Gráfico 7). Villar (1996) afirma que esto fue el resultado de una política que intentó desalentar la entrada de capitales al país y evitar una mayor apreciación de la moneda (Gráficos 4 y 8). En otras palabras, el objetivo de tasa de cambio real fue prioritario en ese período. Por el contrario, entre la segunda mitad de 1994 y 1996, la política monetaria reaccionó más enérgicamente contra la inflación. Además, según Masson et al. (1997), el Banco de la República aún parece susceptible a las presiones de las autoridades fiscales<sup>43</sup>. De otra parte, después de 1992 ha habido presiones importantes de gasto público, lo que dificulta el éxito de la política antiinflacionaria (Montenegro (1996)). En resumen, la evidencia indica que reducir la inflación no ha sido siempre el objetivo más importante del banco central. De esta forma, la tasa de cambio real o el producto parecen haber sido los objetivos más importantes en algunos momentos de este período<sup>44</sup>.

<sup>43</sup> En efecto, durante el cuatrienio 1990-94 todos los miembros de la recién creada Junta Monetaria fueron nombrados por el Presidente de la República. Así mismo, al final de la anterior administración (94-98) se presentó nuevamente el caso de que el Presidente había nombrado a la mayoría de los miembros de la Junta Monetaria por lo que su independencia podría ser cuestionada. Masson et al. (1997) señalan (Cuadro 5) que en Colombia la prioridad de las autoridades monetarias varía con el tiempo y está sujeta a presiones políticas, por lo que no siempre prevalece el objetivo de reducir la inflación. Cukierman y Lippi (1998) y Velasco y Guzzo (1998) presentan análisis teóricos sobre la relación entre la independencia de los bancos centrales y el desempeño económico.

<sup>44</sup> Algunos ejercicios fueron realizados con datos mensuales a fin de verificar si el cambio institucional se reflejaba empíricamente. No se han incluido los resultados porque no muestran ningún cambio y no son cualitativamente diferentes de los que ya se han presentado.

<sup>42</sup> La hipótesis de que las autoridades tienen un agregado monetario como objetivo intermedio concuerda con el hecho de que la volatilidad de la inflación disminuyó desde 1991. Sin embargo, las estimaciones que comprenden un agregado monetario en la función de reacción tampoco fueron significativas. Lo anterior puede deberse a que el término de error contiene el choque monetario, y por tanto una variable monetaria incluida como variable explicativa no sería independiente de los errores.

**Gráfico 8. INDICE DE TASA DE CAMBIO REAL COLOMBIANA 1980-1997**



Fuente: Banco de la República.

## V. CONCLUSIONES

En el presente trabajo se estimaron funciones de reacción para los bancos centrales de Colombia y Chile. En ellas se considera que la tasa de interés es el instrumento de la política monetaria. Así mismo se considera que una política monetaria estabili-

zadora requiere que el banco central reaccione oportuna y enérgicamente ante cambios en las expectativas de inflación. Es decir, que la tasa de interés reaccione más que proporcionalmente cuando dichas expectativas cambian. En otras palabras, que el coeficiente de las expectativas de inflación,  $\beta$ , sea mayor que 1.

En primer lugar, el principal resultado de los ejercicios empíricos es que, en el caso de Chile,  $\beta$  es superior a 1. Por lo tanto, se puede rechazar fácilmente la hipótesis nula de un coeficiente  $\beta$  igual a 1. Por el contrario, en el caso de Colombia las estimaciones para  $\beta$  son inferiores a 1. Ambos resultados son muy robustos a los cambios en la especificación de la función de reacción y permiten concluir que las autoridades chilenas han sido más enérgicas que las colombianas para combatir la inflación.

En segundo lugar, los resultados muestran que en la mayoría de los casos los coeficientes de la inflación

**Cuadro 11. CHILE: PRUEBAS DE RAZA UNITARIA, DATOS TRIMESTRALES, DE 1986:1 A 1997:1**

| Variables (niveles)             | Prueba de Dickey-Fuller aumentada |                            |               | Prueba de Phillips-Perron |                            |               |
|---------------------------------|-----------------------------------|----------------------------|---------------|---------------------------|----------------------------|---------------|
|                                 | Estadístico t<br>1 rezago         | Estadístico t<br>4 rezagos | Valor crítico | Estadístico t<br>1 rezago | Estadístico t<br>4 rezagos | Valor crítico |
| y                               | -2,65                             | -4,98                      | 5%=-3,51      | -3,09                     | -3,29                      | 5%=-3,51      |
| P                               | -0,06                             | -0,67                      | 5%=-3,51      | 0,93                      | 0,48                       | 5%=-3,51      |
| q                               | -2,66                             | -3,29                      | 5%=-3,51      | -2,83                     | -2,72                      | 5%=-3,51      |
| m                               | -3,16                             | -2,76                      | 5%=-3,51      | -3,01                     | -2,98                      | 5%=-3,51      |
| i                               | -2,13                             | -2,13                      | 5%=-2,94      | -3,50                     | -3,88                      | 5%=-2,94      |
| $r = i - \Delta p$              | -2,97                             | -3,33                      | 5%=-2,94      | -6,74                     | -6,83                      | 5%=-2,94      |
| Brecha del producto             | -2,74                             | -5,19                      | 5%=-2,94      | -3,18                     | -3,38                      | 5%=-2,94      |
| <b>Variables en diferencias</b> |                                   |                            |               |                           |                            |               |
| $\Delta y$                      | -5,11                             | -3,36                      | 5%=-2,94      | -8,40                     | -8,33                      | 5%=-2,94      |
| $\pi = \Delta p$                | -3,29                             | -2,15                      | 5%=-3,51      | -3,87                     | -3,97                      | 5%=-3,51      |
| $epi = p_t - p_{t-12}$          | -2,05                             | -2,53                      | 5%=-3,51      | -1,67                     | -1,94                      | 5%=-3,51      |
| $\Delta q$                      | -6,38                             | -2,76                      | 5%=-2,94      | -6,80                     | -6,81                      | 5%=-2,94      |
| $\Delta m$                      | -7,19                             | -2,92                      | 5%=-2,94      | -6,44                     | -6,53                      | 5%=-2,94      |

Nota: PIB (y), IPC (p), tasa cambio real (q), M1 (m), inflación ( $\pi$ ), tasa de interés (i) y tasa de interés real (r).

**Cuadro 11A. COLOMBIA: PRUEBAS DE RAIZ UNITARIA, DATOS TRIMESTRALES, DE 1977:1 A 1997:2**

| Variables (niveles)             | Prueba de Dickey-Fuller aumentada |                            |               | Prueba de Phillips-Perron |                            |               |
|---------------------------------|-----------------------------------|----------------------------|---------------|---------------------------|----------------------------|---------------|
|                                 | Estadístico t<br>1 rezago         | Estadístico t<br>4 rezagos | Valor crítico | Estadístico t<br>1 rezago | Estadístico t<br>4 rezagos | Valor crítico |
| y                               | -2,18                             | -1,76                      | 5%=-3,51      | -2,86                     | -3,05                      | 5%=-3,51      |
| p                               | -1,43                             | -1,88                      | 5%=-3,51      | -1,64                     | -1,91                      | 5%=-3,51      |
| q                               | -0,62                             | -1,43                      | 5%=-3,51      | -0,44                     | -0,94                      | 5%=-3,51      |
| m                               | -1,23                             | -1,94                      | 5%=-3,51      | -1,85                     | -2,02                      | 5%=-3,51      |
| i                               | -2,77                             | -2,10                      | 5%=-2,94      | -3,30                     | -3,88                      | 5%=-2,94      |
| $r = i - \Delta p$              | -4,88                             | -2,35                      | 5%=-2,94      | -6,06                     | -6,23                      | 5%=-2,94      |
| Brecha del producto             | -3,36                             | -2,12                      | 5%=-2,94      | -4,10                     | -4,36                      | 5%=-2,94      |
| <b>Variables en diferencias</b> |                                   |                            |               |                           |                            |               |
| $\Delta y$                      | -7,61                             | -3,73                      | 5%=-2,94      | -13,71                    | -13,94                     | 5%=-2,94      |
| $\pi = \Delta p$                | -4,93                             | -3,10                      | 5%=-2,94      | -6,16                     | -6,35                      | 5%=-2,94      |
| $epi = p_t - p_{t-12}$          | -2,78                             | -1,71                      | 5%=-2,94      | -2,89                     | -3,1                       | 5%=-2,94      |
| $\Delta q$                      | -4,17                             | -3,59                      | 5%=-2,94      | -7,24                     | -7,59                      | 5%=-2,94      |
| $\Delta m$                      | -6,54                             | -2,78                      | 5%=-2,94      | -12,68                    | -12,57                     | 5%=-2,94      |

Nota: las pruebas para PIB (y), IPC (p), tasa cambio real (q), M1 (m) e inflación ( $\pi$ ) incluyen una tendencia. Las pruebas para tasa de interés (i), tasa de interés real (r) y para las variables en diferencias no tienen tendencia.

esperada son mayores después de que el Banco Central de Chile se volvió independiente en 1990. Por ello, los datos parecen indicar que a partir de 1990 el Banco Central de Chile ha sido mucho más enérgico en combatir la inflación. Esto se tradujo en menor volatilidad de la tasa de inflación, pero también en un nivel de inflación inferior al proponerse, desde entonces, metas inflacionarias gradualmente menores cada año.

Por otro lado, las estimaciones muestran que cada vez que suben las expectativas de inflación las autoridades colombianas han permitido que la tasa

de interés real *ex ante* baje. Más aún, no es posible probar empíricamente la presencia de cambios en este comportamiento después de 1992, cuando una nueva ley reformó el banco central de Colombia y le otorgó mayor independencia.

Estos resultados explican, al menos parcialmente, el éxito de Chile en reducir su tasa de inflación de 27% en 1990 a 6% en 1997. Las estimaciones también explican porqué en Colombia la reducción de la inflación ha tenido menos éxito, considerando que en 1997 aún se observó una tasa de inflación de 18%.

## BIBLIOGRAFIA

- Agénor P. y P. Montiel, 1996, *"Development Macroeconomics"* Princeton University Press, NJ.
- Belaish A. y C. Soto, 1998, "Empirical Regularities of the Chilean Business Cycle", Mimeo del Banco Central de Chile, abril.
- Calvo, G., C. Reinhart y C. Vegh, 1995, "Targeting the Real Exchange Rate: Theory and Evidence", *Journal of Development Economics*, Vol. 47, pp. 97-133.
- Carrasquilla A y R. Suescún, 1996; "Sobre el objetivo intermedio de la política monetaria en Colombia", *Debates de coyuntura económica* No.38, Fedesarrollo y Fundación Social, junio.
- Clarida R. y M. Gertler, 1997; "How the Bundesbank Conducts Monetary Policy", en C. Romer y D. Romer, (eds), *Reducing Inflation*, Chicago: University of Chicago Press.
- Clarida, R., J. Galí y M. Gertler, 1997a; "The Science of Monetary Policy", *Journal of Economic Literature*, próximamente. New York University Mimeo, septiembre.
- Clarida, R., J. Galí y M. Gertler, 1997b; "Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence", *European Economic Review*, próximamente. New York University Mimeo, noviembre.
- Clarida, R., J. Galí y M. Gertler, 1997c; "Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory", New York University Mimeo, diciembre.
- Cukierman, A., y F. Lippi, 1998; "Central Bank Independence, Centralization of Wage Bargaining, Inflation and Unemployment-Theory and Evidence", CEPR Discussion Paper 1847, marzo.
- Echeverry, J. C., 1993; "Indicadores de política y canales de transmisión monetaria, Colombia 1975-1991", *Ensayos sobre política económica*, No.24, diciembre.
- Echeverry, J. C., 1996; "Sobre la tasa de interés como instrumento de la política monetaria", *Debates de coyuntura económica* No.38, Fedesarrollo y Fundación Social, junio.
- Echeverry, J. C. y M. Eslava, 1997; "Notas sobre la tasa de interés y la inflación en Colombia", *Borradores Semanales de Economía*, Banco de la República, No.78.
- Eyzaguirre, N. y P. Rojas, 1995; "Las políticas monetaria y cambiaria en Chile durante los noventa. Condicionantes históricas, desarrollo y desafíos futuros", Banco Central de Chile, mimeo 1995.
- Friedman, B. y K. Kuttner, "¿A Price-Level Target for U.S. Monetary Policy? Lessons from the Experience with Money Growth Targets", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1996; pp. 17-125.
- Fernández, F. y E. Mendoza, "Monetary Transmission and Financial Indexation: Evidence from the Chilean Economy", *International Monetary Fund*, 1994.
- Goodfriend, M., 1991; "Interest Rates and the Conduct of Monetary Policy", *Carnegie-Rochester Series on Public Policy* 34, pp. 7-30.
- Magendzo, I., 1997; "La política monetaria en Chile en la década de los noventa: objetivos, herramientas e indicadores", *Serie de Estudios Económicos* No. 41, Banco Central de Chile.
- Masson, P., M. Savastano y S. Sharma, 1997; "The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries", IMF working paper 130, octubre.
- Montenegro A., 1996; "Tasa de cambio y manejo macroeconómico", *Debates de coyuntura económica* No.40, Fedesarrollo y Fundación Social, diciembre.
- Posada, C. E. y E. Trujillo, 1998; "La tasa de interés "óptima", *Archivos de Macroeconomía DNP*, No. 75, febrero.
- Rudebusch, G., 1995; "Federal Reserve Interest Rate Targeting, Rational Expectations, and the Term Structure", *Journal of Monetary Economics*, Vol 35, pp. 245-274.
- Steiner, R. (coordinador), 1995; *La autonomía del Banco de la República: economía política de la reforma*, Fedesarrollo.
- Suescún, R., 1998; "Commodity Booms, Dutch Disease, and Real Business Cycles in a Small Open Economy", mimeo del Banco de la República de Colombia, marzo.
- Svensson, L., 1992; "¿Why Exchange Rate Bands? Monetary Independence in Spite of Fixed Exchange Rates", *Working Paper* No. 4207, noviembre.
- Svensson, L., 1997; "Inflation Forecast Targeting: Implementing and Monitoring Inflation Targets", *European Economic Review*, 41, pp.1111-1117, junio.
- Svensson, L., 1998; "Open-Economy Inflation Targeting", *Institute for International Economic Studies*, Stockholm University, abril.
- Taylor, J., 1995; "Discretion versus Policy Rules in Practice", *Carnegie-Rochester Conference on Public Policy*, 39, pp. 195-214.



Urrutia, M., 1995; "El agregado M3 y la política monetaria", Nota editorial, Revista del Banco de la República, octubre.

Velasco, A. y V. Guzzo, 1998; "The Case for a Populist Central Banker", New York University Mimeo, mayo.

Vergara, R., 1994; "Política Cambiaria en Chile: la experiencia de una década (1984-1994)", Estudios Públicos, 56, primavera.

Villar, L., 1996; "¿Deben bajar las tasas de interés? ¿Cómo lograrlo?", *Debates de coyuntura económica* No. 37, Fedesarrollo y Fundación Social, marzo.

# La política económica durante la administración Samper

---

*José Antonio Ocampo G.<sup>1</sup>*

## I. UNA VISION GLOBAL

Debido a la acalorada polémica que ha envuelto a la Administración Samper, el análisis objetivo de sus políticas se ha tornado un fenómeno algo inusual. De hecho, los juicios que se hacen acerca del gobierno dependen en gran medida de la posición del analista en el espectro político. El presente trabajo, aunque escrito por un miembro del equipo económico del gobierno, intenta ofrecer una visión

más equilibrada. Cualquier balance objetivo debe tener en cuenta, fuera del análisis de las medidas adoptadas por la propia Administración, los elementos de continuidad con gobiernos anteriores, las responsabilidades de autoridades independientes y las limitaciones que ambos enfrentaron.

Visto desde esta perspectiva, el gobierno del Presidente Samper tuvo tanto elementos de continuidad como de discontinuidad con respecto a la Administración Gaviria. El nuevo gobierno mantuvo la apertura comercial y la inversión extranjera concebida a comienzos de los años noventa, y la política de apertura a las inversiones del sector privado de áreas tradicionalmente reservadas al Estado. Asimismo, mantuvo la reforma de la seguridad social adoptada en 1993, la prestación descentralizada de servicios sociales dispuesta por la Constitución de 1991 y la tendencia ascendente del gasto social que acompañó a ambos procesos. Por otra parte, algunos programas fueron reformulados y, lo que es más importante, se dio una nueva orientación general al quehacer del gobierno, en la que se hizo énfasis en la política social y en el desarrollo de la

---

<sup>1</sup> Secretario Ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (Cepal) de las Naciones Unidas. El autor fue Director del Departamento Nacional de Planeación y Ministro de Hacienda y Crédito Público durante la Administración Samper. El presente trabajo se expuso originalmente en el seminario sobre "El modelo económico colombiano: instituciones, desempeño y perspectivas", organizado por el Instituto de Estudios Latinoamericanos de la Universidad de Londres, en abril de 1996. Fue actualizado en agosto de 1998 y revisado marginalmente en noviembre del mismo año. El autor agradece a Camilo Tovar por su colaboración en la realización de este trabajo. Para evitar analizar los eventos macroeconómicos acontecidos durante la Administración Pastrana, en especial los efectos de los nuevos choques externos y las medidas adicionales de ajuste fiscal, así como la reestimación de las cuentas del sector público, a lo largo de este trabajo se utilizan en forma exclusiva los datos colombianos disponibles en julio de 1998.

infraestructura. El foco de la política económica cambió a lo largo del tiempo. En una primera etapa, se dio prioridad a la necesidad de corregir los desequilibrios que caracterizaron el patrón de crecimiento de comienzos de la década de los noventa y al uso de políticas concertadas de ingresos y salarios como complemento de las políticas de demanda para frenar la inflación. Como consecuencia de los efectos contraccionistas que tuvo la política económica durante esta primera fase, que se hicieron evidentes a comienzos de 1996, a partir de este año y durante 1997, la política monetaria pasó a jugar un papel más expansivo sobre la actividad económica, a medida que las autoridades fiscales comenzaban a enfrentar el deterioro de las finanzas públicas. En 1998 el escenario económico estuvo dominado por la especulación cambiaria vinculada a nuevos choques externos y a acontecimientos políticos internos.

Las políticas monetaria y cambiaria adoptadas por el Banco de la República incidieron ciertamente en la evolución de la economía. Por este motivo, la preposición "durante", que figura en el título del presente trabajo, resulta más adecuada que la alternativa "de", al referirse a las políticas y resultados macroeconómicos del período que analizamos. Las medidas adoptadas por el gobierno y el banco central también se vieron afectadas, a su vez, por choques externos, especialmente aquellos que experimentaron los países vecinos y el mercado internacional del café y, más recientemente, por las perturbaciones de los mercados internacionales de capitales a partir de la crisis asiática, y el deterioro simultáneo de los mercados de productos básicos. La lucha contra el tráfico de estupefacientes tuvo repercusiones importantes en la actividad económica del occidente del país. Además, la economía también sufrió la influencia -aún no cuantificada y probablemente imposible de cuantificar- de la crisis política interna. Por último, la violencia desatada por la

guerrilla puede haber afectado la confianza de los inversionistas. Otros factores, especialmente el "efecto tequila" y la decertificación de los Estados Unidos en torno a la lucha contra las drogas, no tuvieron, por el contrario, repercusiones económicas importantes.

Una conclusión central de este trabajo es que el intento de combinar una economía más liberal con una política social muy activa no ha sido una tarea fácil. Las dificultades fiscales obedecen en gran medida a las presiones generadas por esta dualidad de la estrategia de desarrollo. De hecho, estas presiones se remontan a los comienzos de la década, cuando se puso en marcha el programa de apertura económica y, en forma simultánea, en la Constitución de 1991, se incrementaron considerablemente las responsabilidades del Estado en el ámbito social y en otras áreas <sup>2</sup>.

Durante el gobierno de Samper se lograron grandes progresos en dos áreas cruciales del Plan Nacional de Desarrollo, "El Salto Social": el desarrollo social y la infraestructura. En el primer caso, se consolidó el aumento más importante del gasto social de cualquier país en América Latina, continuando un proceso que se había iniciado a fines de la Administración Gaviria. Como veremos, ello se reflejó en aumentos importantes de la cobertura de servicios sociales. Dentro de los avances de la Administración debe contarse también la capacidad para combinar estos avances básicos en la política social con la creación de la Red de Solidaridad, que logró llegar a los sectores más pobres de la población, incorporando por lo demás innovaciones institucionales que se habían logrado con el Plan Nacional de Re-

---

<sup>2</sup> Véase la visión del autor sobre los problemas planteados por esta dualidad de las estrategias a principios de los años noventa en Ocampo (1992).

habilitación durante administraciones anteriores. En el caso de la infraestructura, la ejecución del Plan incluyó un importante programa de privatizaciones y una mayor participación del sector privado en las nuevas inversiones.

En buena medida gracias a los éxitos con la incorporación del sector privado a actividades reservadas al Estado, las tasas de inversión fueron altas para los patrones históricos del país y, pese al agitado ambiente político, la inversión extranjera directa alcanzó máximos históricos. La continuidad de las políticas tendientes a insertar la economía en las corrientes de la globalización debe también anotarse como un hecho positivo; no obstante, pudo haber tenido costos en términos de los balances externos y la generación de empleo, como se verá más adelante. Los coeficientes de endeudamiento, público y externo, se mantuvieron en niveles moderados. Aunque algunos intermediarios (especialmente pequeños) experimentaron dificultades, el sistema financiero nacional no enfrentó riesgos sistémicos. De esta manera, pese a los desequilibrios de corto plazo, que lógicamente han atraído la atención de los analistas en los últimos años, los principales factores fundamentales de largo plazo que afectan el crecimiento económico permanecieron sólidos y, en los casos del capital humano y la infraestructura, mejoraron. Las políticas ambientales también experimentaron cierto avance, aunque a un ritmo más lento de lo esperado.

Por el lado negativo, se destacan cuatro elementos. El primero fue el aumento del desempleo. En efecto, el diagnóstico inicial sobre las condiciones del mercado laboral, que resaltó la escasez más que la abundancia de mano de obra como el elemento dominante, fue, sin duda, el principal error de percepción económica en la primera etapa del mandato. En segundo lugar, la sobrestimación de los ingresos (sobre todo tributarios) en las proyecciones

fiscales elaboradas a principios de la administración fue también un desacierto, ya que indujo un aumento de la inversión del sector público que no pudo mantenerse y retrasó los esfuerzos tendientes a ajustar las finanzas públicas. En tercer lugar, dentro de las responsabilidades del banco central, la competitividad del tipo de cambio se pospuso como objetivo de política, con lo cual se tornaron más onerosos los ajustes macroeconómicos ante las recientes conmociones externas. Este ha sido, por lo demás, un elemento de continuidad desde que el Banco de la República adquirió su autonomía en 1991. No obstante, la disposición de la Junta Directiva del Banco a establecer controles a los flujos externos de capital debe considerarse un factor compensatorio en este ámbito. Por último, pese a los importantes progresos registrados en materia de política tecnológica y promoción de las exportaciones, y al intento de colocar la competitividad en un lugar prioritario de las acciones públicas y privadas, sólo se alcanzaron resultados modestos en la revitalización de las políticas sectoriales.

En los ámbitos restantes de política y del desempeño económico se puede hacer una lectura intermedia. Ello se aplica al crecimiento económico en general, a la inflación e incluso a la política fiscal. En las secciones III y IV se presenta un balance completo de estas áreas. En principio, cabe destacar que, pese a la lectura muy negativa de parte de muchos observadores nacionales, la economía colombiana continuó creciendo a tasas que, aunque algo inferiores a las registradas desde mediados de los años ochenta, superaron el promedio de América Latina. Así mismo, es preciso recalcar que ni el gobierno del Presidente Samper ni el Banco de la República evadieron la necesidad de adoptar importantes paquetes de ajuste macroeconómico, tanto para enfriar la economía tras el crecimiento explosivo de la demanda agregada interna en 1992-1994, como para enfrentar el deterioro de las cuentas fiscales en

años más recientes. Estos resultados fueron sobresalientes, si se los sitúa en el contexto de la grave crisis política por la que atravesó el país durante este período. De hecho, la firmeza de las instituciones democráticas y la resistencia de la economía tras un período histórico de gran turbulencia deben considerarse, sin duda, muestras importantes de la solidez de la sociedad colombiana.

El resto del artículo se concentra en un análisis detallado de cuestiones macroeconómicas y fiscales y en los efectos del Plan Nacional de Desarrollo sobre la inversión social y la infraestructura, con referencias apenas marginales a otras políticas y sucesos. En la segunda sección se presenta, a modo de trasfondo, un examen de la política macroeconómica aplicada durante la Administración Gaviria y sus resultados. En la tercera se extiende el examen al gobierno del Presidente Samper. En la cuarta se analiza más a fondo la política fiscal. Por último, en la quinta sección se abordan sucintamente los principales logros del Plan en los ámbitos del desarrollo social y de infraestructura.

## **II. LA POLITICA MACROECONOMICA DURANTE LA ADMINISTRACION GAVIRIA**

Los primeros años de la década actual se caracterizaron por grandes cambios en las modalidades de política económica y en el patrón de crecimiento prevalecientes en Colombia durante la segunda mitad de los años ochenta. Los principales mecanismos de política macroeconómica adoptados a mediados de esa década para hacer frente a la crisis que experimentó el país en los años anteriores, fueron el mantenimiento de una fuerte competitividad cambiaria, el retorno a una gestión fiscal ortodoxa y la menor dependencia del financiamiento externo. Se redujeron los déficit fiscal y en cuenta corriente registrados en la primera mitad de la década y, de hecho, hubo años en los cuales la eco-

nomía mostró un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Bajo el impulso que le dio inicialmente la breve bonanza cafetera de 1986, la economía volvió a crecer, impulsada por el dinamismo de los sectores productores de bienes comercializables (Cuadros 1 y 2). Pese a la alta protección arancelaria y no arancelaria, las exportaciones no tradicionales tuvieron un desempeño notable. La explotación de importantes depósitos de petróleo y carbón contribuyó, igualmente, al auge exportador. Al final del período de auge de las exportaciones, en 1991, los bienes y servicios exportados representaban el 22,7% del PIB, lo que se compara con un promedio de 14,4% en 1980-1985, y mostraban un grado de diversificación mucho mayor que en 1985 (véanse los Cuadros 2 y 3). La principal falla de esta fase de expansión fue la tendencia al alza de la inflación. Además, a fines de la década de los ochenta el ritmo de crecimiento económico tendió a disminuir. La insatisfacción provocada por los resultados en materia de inflación y crecimiento, y los efectos de demostración de políticas similares aplicadas en otros países, condujeron a una serie de reformas estructurales, que se iniciaron con cautela a fines de la Administración de Barco y se aceleraron en la primera etapa del gobierno del Presidente Gaviria.

En el ámbito externo, estas reformas introdujeron modificaciones profundas en los regímenes de comercio exterior, inversión extranjera y cambios internacionales. En un año y medio, entre febrero de 1990 y agosto de 1991, se eliminaron prácticamente todas las restricciones cuantitativas a las importaciones y el arancel promedio se redujo de 43,7% a 14,3%; posteriormente, cuando se adoptó el arancel externo común con Venezuela, se redujo aún más, al 11,7%, en marzo de 1992. Este proceso estuvo acompañado por negociaciones comerciales activas, que condujeron a la estructuración de una área de libre comercio en el Grupo Andino (en la que

## Cuadro 1. VARIABLES DE POLITICA ECONOMICA

|  | 75-79 | 80-85 | 86-90 | 1990  | 1991  | 1992  | 1993  | 1994 | 1995  | 1996 | 1997 | 1998               |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|------|------|--------------------|
| <b>Tasa de cambio real (1986 = 100)</b>  | 78,6  | 70,8  | 100,1 | 111,5 | 108,3 | 102,8 | 103,4 | 95,6 | 96,5  | 94,1 | 89,2 | 91,6 <sup>a</sup>  |
| <b>Tasa de interés real</b>  |       |       |       |       |       |       |       |      |       |      |      |                    |
| Operaciones de mercado abierto   |       |       | 4,5   | 6,7   | 8,4   | -3,3  | 2,1   | 4,1  | 9,0   | 6,7  | 4,1  |                    |
| CDT (90 días)  |       | 10,3  | 6,4   | 4,9   | 4,8   | -0,5  | 2,5   | 5,4  | 9,5   | 8,6  | 4,7  | 8,2 <sup>a</sup>   |
| Tasa promedio de colocación  |       |       | 14,1  | 12,6  | 12,8  | 8,1   | 10,9  | 14,3 | 18,1  | 17,6 | 13,3 | 16,6 <sup>a</sup>  |
| <b>Crecimiento real de la oferta monetaria</b>                                     |       |       |       |       |       |       |       |      |       |      |      |                    |
| M1   | 4,1   | 0,2   | 2,7   | -15,4 | -1,2  | 9,9   | 8,5   | 6,7  | -11,2 | -1,7 | 5,1  | -19,1 <sup>b</sup> |
| M2   | 9,0   | 8,1   | 3,6   | 0,8   | -2,0  | 13,3  | 11,9  | 14,2 | 6,5   | 0,5  | 4,1  | 1,7 <sup>b</sup>   |
| M3   |       | 10,3  | 4,0   | 1,1   | -2,0  | 11,3  | 13,3  | 15,2 | 10,9  | 0,7  | 6,9  | 2,0 <sup>b</sup>   |
| <b>Operaciones de mercado abierto (pasivo a fin de año como % del PIB)</b>         |       |       | 1,6   | 2,3   | 6,3   | 6,1   | 3,9   | 1,9  | 0,3   | 0,7  | 0,1  | 0,0 <sup>a</sup>   |
| <b>Crecimiento real interno</b>  |       | 5,6   | 8,5   | 10,6  | -7,4  | 0,8   | 22,2  | 20,9 | 17,5  | 6,9  | 4,5  | 4,2 <sup>b</sup>   |
| <b>Gasto total del sector público no financiero (% del PIB)</b>                    |       |       |       |       |       |       |       |      |       |      |      |                    |
| Dane (causación)   | 19,8  | 27,2  | 27,7  | 28,2  | 28,1  | 30,0  | 30,6  |      |       |      |      |                    |
| DNP (operaciones efectivas de caja, de transferencia intragubernamentales)         |       |       |       | 24,3  | 25,1  | 27,0  | 28,6  | 27,6 | 32,2  | 36,2 | 36,9 |                    |
| Ministerio de Hacienda   |       |       |       |       |       |       |       | 30,3 | 32,0  | 35,8 | 37,2 | 36,0 <sup>c</sup>  |
| <b>Superávit o déficit fiscal consolidado, neto de privatizaciones (% del PIB)</b> | -1,5  | -5,3  | -1,5  | -0,5  | 0,0   | -0,1  | 0,1   | 0,1  | -0,4  | -1,9 | -3,0 | -3,0 <sup>c</sup>  |
| Gobierno central   | -0,2  | -3,3  | -0,9  | -0,7  | 0,4   | 0,2   | -0,3  | -1,4 | -2,4  | -3,7 | -4,0 | -4,9 <sup>c</sup>  |
| Resto del sector público   | -1,3  | -2,0  | -0,6  | 0,2   | -0,4  | -0,3  | 0,4   | -2,8 | 0,1   | 1,0  | -0,7 | 2,3 <sup>c</sup>   |
| Privatizaciones  |       |       |       |       |       |       |       | 2,6  | 0,3   | 0,9  | 3,7  | 0,8 <sup>c</sup>   |
| <b>Total, incluyendo los ingresos por privatizaciones</b>                          |       |       |       |       |       |       |       | 2,8  | -0,1  | -1,0 | 0,7  | -2,3 <sup>c</sup>  |
| <b>Deuda del gobierno central (% del PIB)</b>                                      | 13,3  | 21,5  | 20,5  | 18,3  | 19,0  | 17,4  | 14,3  | 15,5 | 15,8  | 19,3 | 20,6 |                    |

<sup>a</sup> Primer semestre.

<sup>b</sup> Junio.

<sup>c</sup> Proyección oficial disponible en julio (Ministerio de Hacienda).

Fuentes: Banco de la República, Dane, DNP y Ministerio de Hacienda.

## Cuadro 2. INDICADORES DE DESEMPEÑO MACROECONOMICO

|  | 75-79 | 80-85 | 86-90 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998              |
|--|-------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|-------------------|
| <b>Crecimiento del PIB</b>   | 5,0   | 2,6   | 4,6   | 4,3  | 2,0  | 4,0  | 5,4  | 5,8  | 5,8  | 2,0  | 3,1  | 3,3 <sup>a</sup>  |
| Valor agregado bienes comercializables   | 4,9   | 1,8   | 5,7   | 5,1  | 2,2  | 0,8  | 2,1  | 1,3  | 4,7  | -0,4 | 1,3  | 5,9 <sup>a</sup>  |
| Valor agregado bienes y servicios no comercializables                                | 5,1   | 3,2   | 3,7   | 3,2  | 2,0  | 5,4  | 5,3  | 7,8  | 6,2  | 4,0  | 3,4  | 1,7 <sup>a</sup>  |
| <b>Crecimiento de la demanda agregada interna</b>                                    | 4,8   | 2,4   | 3,4   | 2,3  | 0,1  | 10,0 | 12,1 | 12,0 | 4,8  | 1,9  | 3,9  | 0,0 <sup>a</sup>  |
| <b>Tasa de ocupación (% de la población en edad de trabajar)</b>                     | 45,8  | 48,2  | 50,9  | 52,2 | 53,5 | 54,6 | 55,0 | 54,6 | 54,6 | 52,9 | 52,5 | 53,0 <sup>b</sup> |
| <b>Desempleo urbano (% de la población económicamente activa)</b>                    | 9,4   | 11,1  | 11,4  | 10,5 | 10,2 | 10,2 | 8,6  | 8,9  | 8,8  | 11,2 | 12,4 | 15,1 <sup>b</sup> |
| <b>Inflación (IPC fin de año)</b>  |       |       |       |      |      |      |      |      |      |      |      |                   |
| Promedio   | 23,9  | 26,7  | 22,3  | 32,4 | 26,8 | 25,1 | 22,6 | 22,6 | 19,5 | 21,6 | 17,7 | 20,7 <sup>b</sup> |
| Ultimo año del período   | 28,8  | 22,4  | 32,4  |      |      |      |      |      |      |      |      |                   |
| <b>Exportaciones (% del PIB a precios de 1975)</b>                                   | 15,0  | 14,4  | 18,5  | 20,7 | 22,7 | 23,1 | 23,3 | 22,0 | 22,5 | 24,3 | 25,5 | 27,4 <sup>a</sup> |
| <b>Salvos de la balanza de pagos (% del PIB a tasa de cambio de paridad de 1994)</b> |       |       |       |      |      |      |      |      |      |      |      |                   |
| Comercial  | 3,5   | -3,1  | 3,9   | 4,2  | 6,2  | 2,3  | -2,7 | -3,3 | -3,3 | -2,9 | -3,0 | -2,7 <sup>a</sup> |
| Cuenta corriente   | 1,3   | -8,1  | 0,3   | 1,2  | 4,9  | 1,7  | -3,7 | -4,4 | -5,1 | -6,4 | -6,3 | -6,3 <sup>a</sup> |

<sup>a</sup> Proyección oficial disponible en julio (DNP).

<sup>b</sup> Primer semestre.

Fuente: Dane.



### Cuadro 3. DIVERSIFICACION DE EXPORTACIONES

|                          | 1980 | 1985 | 1990 | 1991 | 1994 | 1997 |
|--------------------------|------|------|------|------|------|------|
| Café                     | 59,8 | 49,1 | 20,9 | 18,8 | 23,5 | 19,6 |
| Petróleo y sus derivados | 2,6  | 12,9 | 28,9 | 20,6 | 15,5 | 23,6 |
| Otros minerales          | 0,3  | 5,2  | 10,2 | 12,9 | 13,3 | 11,2 |
| No tradicionales         | 37,3 | 32,8 | 40,0 | 47,8 | 47,6 | 45,6 |

Fuente: Banco de la República.

sólo participa parcialmente Perú); la adopción de un arancel común con Venezuela y Ecuador; la suscripción de un acuerdo de libre comercio con Chile; y la creación de una nueva área de libre comercio, el Grupo de los Tres, integrado por Colombia, México y Venezuela.

En otras áreas, en 1991 se suprimieron los límites impuestos a las remesas de utilidades y las autorizaciones previas de inversiones extranjeras directas, con la excepción, en este último caso, de los servicios públicos, los grandes proyectos mineros y los fondos de inversiones; se mantuvo, además, el requisito de aprobación previa de inversiones en instituciones financieras por parte de la Superintendencia Bancaria, que también se aplica a los colombianos. En 1991, la reforma cambiaria autorizó a intermediarios a realizar transacciones de divisas sin control previo del Banco de la República, y liberalizó significativamente el uso de cuentas bancarias en el extranjero. En 1993 el banco central realizó una reforma más ambiciosa en este campo, cuyo elemento más importante fue la sustitución del sistema de regulación de los flujos de capital en función del destino final de los préstamos por un sistema basado en su vencimiento. A pesar de esto, las transacciones en divisas, sobre todo de capital, siguieron sometidas a estrictas regulaciones, incluida la obligación de canalizar los ingresos por concepto de exportaciones y los flujos de capital a través de intermediarios autorizados para operar en el mercado de divisas.

En el plano interno, la Constitución de 1991 otorgó autonomía al Banco de la República, con plenos poderes para el manejo de las políticas monetaria y cambiaria. También se adoptó una reforma financiera, con el objeto de fomentar la competencia entre intermediarios financieros, manteniendo estrictas regulaciones prudenciales. Además, se inició un proceso moderado de privatización, que incluyó la venta de algunos bancos públicos y empresas en las cuales tenía participación el Instituto de Fomento Industrial, y abrió un conjunto de obras de infraestructura a la inversión privada. En 1990 también se realizó una reforma moderada del régimen laboral, que redundó en una mayor flexibilidad de ese mercado, pero también redujo las restricciones impuestas a la actividad sindical. En 1993 ésta se complementó con una reforma más ambiciosa del sistema de seguridad social, que permitió una amplia participación de fondos privados de pensiones, y estableció un sistema competitivo de prestación de servicios de salud.

A diferencia de lo que aconteció en otros países, paralelamente con este proceso se produjo un aumento notable del gasto público. Este paradójico elemento del paquete global de reformas, que se analiza en la sección IV, obligó a la Administración Gaviria a concebir dos reformas tributarias, en 1990 y 1992.

La política macroeconómica atravesó por una serie de ciclos agudos de pare y siga durante este período.

Debido a la tendencia ascendente de la inflación, en diciembre de 1990 y enero de 1991 se adoptó un estricto programa de estabilización, que incluía una drástica contracción monetaria, una revaluación de la moneda y una moderada restricción del gasto público (Cuadros 1 y 2). Las operaciones masivas de mercado abierto que caracterizaron esta política fueron objeto de críticas severas, por considerarse que podrían ser contraproducentes, ya que, a través del alza en la tasa de interés, generaban incentivos a la entrada de capitales y elevaban significativamente los pagos del banco central por concepto de intereses, exigiendo, por lo tanto, mayores operaciones de mercado abierto para contrarrestar estos efectos monetarios expansionistas.

A partir de septiembre de 1991, el banco central autónomo aceleró la revaluación e hizo un giro de 180 grados en la política monetaria. Desde fines de ese año, ésta se orientó a reducir las tasas internas de interés, a fin de frenar la acumulación de reservas internacionales generada por las operaciones de arbitraje de intereses y reducir el costo cuasifiscal de las operaciones de mercado abierto. Como consecuencia de este cambio de política, se produjo una explosión de todos los agregados monetarios y crediticios. Paralelamente, el rápido incremento de los ingresos fiscales, acentuado por la reforma tributaria de 1992, se tradujo en una de las expansiones más rápidas del gasto público de la historia económica de Colombia, a pesar de lo cual el déficit consolidado del sector público se mantuvo bajo control. Así las cosas, el "pare" de 1991 fue sucedido por un notorio "siga" en 1992 y 1993.

A fines de 1993, la Junta Directiva del Banco de la República comenzó a inquietarse con el rápido crecimiento de la demanda agregada e hizo, por lo tanto, un nuevo giro hacia una política monetaria más restrictiva en 1994. Como la política fiscal continuó siendo expansionista, la economía se

movió hacia una combinación de una política fiscal expansionista con una política monetaria contraccionista. La preocupación inicial del banco central al adoptar una política monetaria más restrictiva fue cómo retomar el control monetario en el contexto de una economía más abierta. Por este motivo, en enero de 1994 se estableció un sistema de bandas cambiarias que permitía, a través de la flexibilidad limitada del tipo de cambio, recuperar el control monetario<sup>3</sup>. Fuera de esta flexibilidad, el nuevo sistema cambiario tenía dos características importantes: era un sistema de flotación sucia, ya que el banco central intervenía en el mercado dentro de la banda, y *preanunció la política cambiaria* por primera vez en la historia económica moderna de Colombia. La nueva política indujo una nueva oleada de revaluación, acompañada de tasas de interés cada vez más altas y de una reducción de la tasa de crecimiento de los agregados monetarios y crediticios; esta reducción fue, sin embargo, muy lenta, como reflejo, sin duda, del dinamismo de la demanda.

El programa de estabilización de 1991 se reflejó en una "recesión a la colombiana": un crecimiento del PIB del 2,0% con un estancamiento de la demanda interna. Las políticas monetaria y fiscal expansionistas aplicadas en los años siguientes produjeron, por el contrario, un crecimiento explosivo de la demanda agregada interna, que aumentó 10,0% en 1992 y 12,1% en 1993 en términos reales. El crecimiento del PIB se aceleró, igualmente liderado por los sectores productores de bienes y servicios no comercializables, hasta llegar a un 5,4% en el último año. La nueva combinación de políticas aplicada en 1994 provocó una leve disminución del crecimiento de la demanda agregada, que de

---

<sup>3</sup> Véase Urrutia (1995).

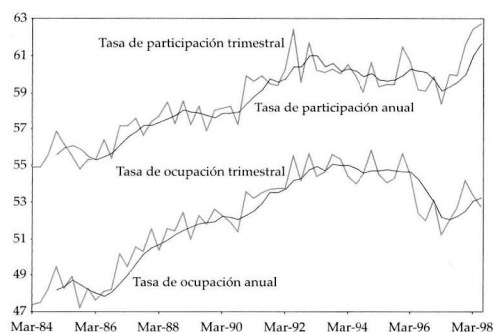
todos modos siguió expandiéndose a tasas muy altas (cerca del 10% en términos reales), y estuvo acompañada de una nueva aceleración del crecimiento del PIB, que llegó al 5,8%. Sin embargo, como un todo, la muy rápida expansión de la demanda agregada en 1991-1994 (un promedio de 7,9% por año), sólo se reflejó parcialmente en un mayor crecimiento económico (4,3%, algo inferior al crecimiento del PIB en la segunda mitad de los años ochenta) y este último se hizo, a su vez, muy dependiente de los sectores no comercializables. De hecho, muchos sectores productores de bienes transables, sobre todo la agricultura y algunas industrias productoras de manufacturas livianas, experimentaron crisis severas, debido a la creciente competencia de las importaciones. Además, pese a la expansión de la demanda y al crecimiento económico, la generación de empleo perdió dinamismo desde 1993 (véanse el Cuadro 2 y el Gráfico 1) un hecho que debe asociarse, por lo tanto, a las dificultades que experimentaron los sectores comercializables, así como a los incrementos en las contribuciones a la seguridad social (véase más adelante). No obstante, la tasa de desempleo continuó la tendencia descendente que la había caracterizado desde la segunda mitad de los años ochenta. El

cambio temporal en la tendencia al aumento de la participación laboral fue, así, crucial en este resultado. En 1993-1994, el desempleo urbano alcanzó un promedio de 8,7%, el nivel más bajo registrado desde principios de la década de los ochenta.

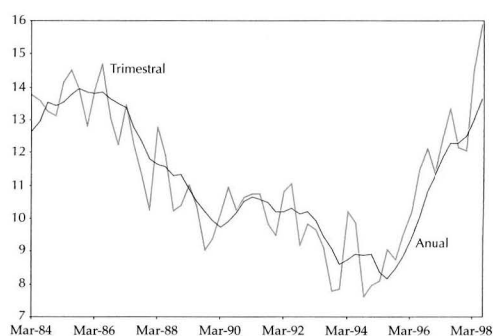
La diferencia entre el crecimiento de la demanda agregada y del PIB indica que, en el contexto del régimen de apertura comercial adoptado a partir de 1990, gran parte del aumento de la demanda interna se canalizó hacia las importaciones. Entre tanto, debido a la fuerte revaluación del peso, y pese a los efectos positivos de los acuerdos de integración sobre las ventas a otros países de la región, la notable expansión de las exportaciones que se había iniciado a mediados de la década de los ochenta se interrumpió a mediados de 1991. Estos dos factores se reflejaron, a su vez, en un deterioro rápido de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que pasó de un superávit del 4,9% del PIB en 1991 (calculado a un tipo de cambio de paridad de 1994) a un déficit de 4,4% en 1994. Este déficit fue financiado fundamentalmente con capitales de largo plazo, especialmente con crecientes inversiones extranjeras directas (Gráfico 2). Por otra parte, el paquete de estabilización de 1991 había logrado detener la

**Gráfico 1. INDICADORES LABORALES**

**Tasa de participación laboral y tasa de ocupación**



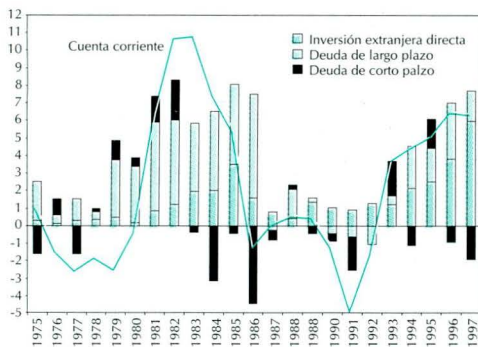
**Tasa de desempleo**



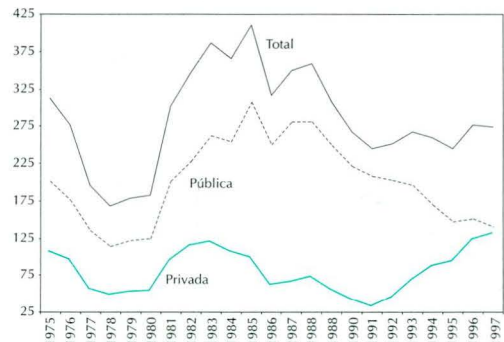
Fuente: Dane.

## Gráfico 2. FINANCIAMIENTO EXTERNO

**Fuentes de financiamiento externo**  
(% del PIB a tasa de cambio de paridad de 1994)



**Deuda externa**  
(% de las exportaciones de bienes)



Fuente: Banco de la República.

tendencia ascendente de inflación. Desde 1992, la continuación, a un ritmo más lento, del descenso de la inflación, en medio de un rápido crecimiento de los agregados monetarios y de la demanda interna estuvo asociado, por lo tanto, a la revaluación real y a la consecuente absorción de la expansión de la demanda a través del deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

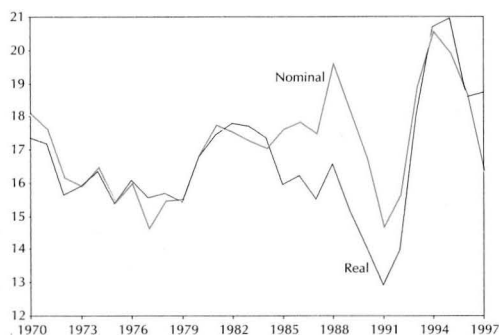
Si a lo anterior se suma la evolución del ahorro y la inversión, se tiene una imagen cabal de la evolución de los agregados macroeconómicos. La tasa de inversión real registró un brusco cambio en este período: en 1991 descendió al nivel más bajo en tres décadas, estimado como proporción del PIB, pero luego tuvo un incremento espectacular, y ya en 1994 había alcanzado los niveles más altos de los últimos treinta años. El ciclo fue aún más pronunciado en el caso de la inversión privada, y más en la real que en la nominal, lo que indica que los precios relativos de los bienes de capital experimentaron fluctuaciones fuertes. La tasa nominal de inversión privada, que puede interpretarse como el esfuerzo de ahorro necesario para financiar dicha inversión, no fue muy elevada en 1994, y tampoco

difirió mayormente de las alcanzadas a fines de los años setenta y en algunos años del segundo lustro de la década de los ochenta; además, fue más baja que los niveles máximos de comienzos de los años setenta (Gráfico 3). Esto indica que el alto coeficiente de la inversión privada real fue esencialmente un reflejo del descenso del precio relativo de los bienes de capital o, en otras palabras, que la revaluación real y la disminución en los aranceles generaron una transferencia masiva de recursos hacia la acumulación de capital privado.

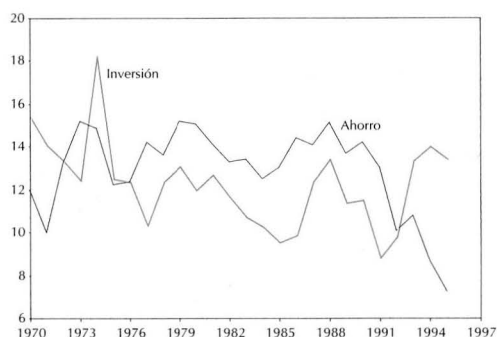
El aumento de la inversión privada coincidió con una disminución marcada del ahorro privado. Como consecuencia de ello, el superávit que venía registrando el sector privado consistentemente desde mediados de los años setenta y que ascendió a un máximo del 4% del PIB en 1991, experimentó un vuelco, que se tradujo en un déficit sin precedentes, superior al 6% del PIB, en 1994 (Gráfico 3). No existe un deterioro comparable del balance del sector privado en la historia económica de Colombia. El desequilibrio se financió con un crecimiento rápido de la inversión extranjera directa y del endeudamiento privado externo, facilitado, en este

### Gráfico 3. AHORRO E INVERSION

**Formación bruta de capital fijo**  
(% del PIB a precios corrientes y constantes)



**Ahorro interno e inversión del sector privado**  
(% del PIB a precios corrientes)



Fuente: Dane y Departamento Nacional de Planeación.

último caso, por la reforma cambiaria de 1993, que, por lo tanto, puede interpretarse como una efectiva liberalización de la cuenta externa de capitales. En 1994 el coeficiente de endeudamiento privado externo duplicaba con creces el de 1991 y superaba el nivel máximo anterior, que se había alcanzado a mediados de la década de los ochenta. Sin embargo, el coeficiente global de endeudamiento externo permaneció estable, gracias a la reducción del financiamiento del sector público en los mercados internacionales (Gráfico 2).

### III. LA GESTION MACROECONOMICA DURANTE LA ADMINISTRACION SAMPER

#### A. Los supuestos iniciales del gobierno

De acuerdo con el Plan Nacional de Desarrollo, los objetivos de la política macroeconómica que se propuso la Administración Samper eran mantener el rápido ritmo de crecimiento económico y las altas tasas de inversión privada que se habían alcanzado en 1994. Al mismo tiempo, se propuso corregir los desequilibrios que había experimentado el crecimiento económico a partir de 1992, es de-

cir, la excesiva expansión de la demanda agregada interna, la revaluación real, los consecuentes deterioros de la balanza de pagos y pérdida de dinamismo de las exportaciones no tradicionales, la excesiva dependencia del crecimiento económico de los sectores no comercializables y el descenso del ahorro privado. De hecho, a juicio de las nuevas autoridades económicas, debido a esos desequilibrios, el patrón de crecimiento del período 1992-1994 era insostenible. Esta opinión era compartida por el Banco de la República que, como se señaló anteriormente, ya había realizado un giro hacia una política monetaria más contraccionista a comienzos de 1994.

El supuesto básico del gobierno era que era posible un "aterrizaje suave", es decir, que los desequilibrios podían corregirse sin afectar significativamente el crecimiento económico y la inversión, mediante la rápida compensación del descenso de la demanda agregada y del menor crecimiento de los sectores productores de bienes y servicios no comercializables por una expansión más acelerada de la producción de bienes transables. Uno de los supuestos básicos era que un cambio de esta naturaleza debía



ser facilitado por una devaluación real moderada. Las altas tasas de inversión incrementaban la oferta agregada a un ritmo de 5,5% a 6,0% anual, lo que tendía a confirmar que era posible materializar este escenario<sup>4</sup>. Se esperaba que el crecimiento fuera alto en 1995 y experimentara una leve desaceleración en 1996, para luego aumentar nuevamente en 1997 y 1998. Por otra parte, se esperaba que la balanza de pagos mostrara el déficit en la cuenta corriente más alto en 1995 para luego descender, sobre todo en 1997 y 1998, cuando los nuevos yacimientos petroleros de Cusiana comenzaran a producir a plena capacidad.

Las proyecciones iniciales indicaban que el incremento de los ingresos fiscales permitiría una expansión de los gastos del sector público más lenta que en la última etapa de la Administración Gaviria, pero consistente con los objetivos del nuevo gobierno resumidos en el Plan Nacional de Desarrollo. En el Plan se afirmaba que el aumento de las inversiones en capital humano e infraestructura ("capital social", de acuerdo con la terminología allí utilizada) era esencial para acelerar el crecimiento económico en forma sostenible. Sin embargo, el gobierno central registraría déficit persistentes a lo largo del mandato presidencial, 1995-1998, que se contrarrestarían con los superávits registrados en el resto del sector público, manteniendo los balances consolidados del sector público cercanos al punto de equilibrio. Por lo tanto, la política fiscal exigía el traspaso del superávit del resto del sector público al gobierno central.

Otros dos temas que preocupaban al gobierno eran cómo reducir el riesgo de que se produjera una "enfermedad holandesa" como resultado de los mayores

ingresos petroleros a partir de 1997 y cómo armonizar las metas de crecimiento con la baja en la inflación. Para evitar lo primero, se presentó al Congreso un proyecto para crear un fondo de estabilización petrolera, que fue aprobado en 1995. Además, por considerarse que en Colombia la inflación era fundamentalmente inercial, debido a las prácticas muy arraigadas de indización (tanto legales como informales, en este último caso como resultado de la indicación generalizada de los contratos privados), el gobierno consideró necesario complementar el manejo de la demanda agregada con una política de ingresos y salarios, con base de un pacto social tripartito. El primer pacto de esta naturaleza, el Pacto Social de Productividad, Precios y Salarios, fue firmado en diciembre de 1994. En poco tiempo se convirtió en un mecanismo muy dinámico, que no sólo permitía a las partes firmantes negociar salarios mínimos y monitorear colectivamente la evolución de los precios, sino también analizar y negociar distintos aspectos de la política económica y social, incluidas materias tan delicadas como las normas aplicables a la actividad sindical. El pacto recibió un gran respaldo inicial de los sindicatos y de los gremios empresariales, pese a las críticas de observadores ortodoxos. Sirvió, además, como base para establecer la inflación esperada y no la pasada como base para la fijación del salario mínimo (y, de manera refleja, los públicos) y de los ajustes de los precios regulados por el gobierno. Este cambio crítico de las prácticas de indización fue el fundamento de la Ley 242 de 1995, que determinó que todos los ajustes legales por inflación se harían con base en las metas de inflación. Su aplicación se suspendió efectivamente en 1997 debido a la oposición de los sindicatos, pero la fijación de precios y salarios (mínimos y públicos) por parte del gobierno siguió haciéndose en los años siguientes con base en las metas de inflación (excepto en los casos de educación y servicios públicos

<sup>4</sup> Véanse al respecto, Botero *et al.* (1995) y Ocampo (1995).



en 1996-véase más adelante). Desafortunadamente, este cambio en las reglas de indización no se extendió a las prácticas privadas.

Por último, cabe señalar que, aunque el nuevo gobierno fue crítico de la velocidad con la que la administración Gaviria había realizado la apertura comercial, la consideraba al mismo tiempo un componente necesario de la reestructuración de la economía colombiana en la era de la globalización. Por este motivo, mantuvo dicha política. De hecho, se adoptaron nuevas iniciativas, en especial la suscripción del arancel externo común andino, la creación de la Comunidad Andina en sustitución del Grupo Andino, y el apoyo al Área de Libre Comercio de las Américas y a las negociaciones comerciales entre la Comunidad Andina y el Mercado Común del Sur (Mercosur). Sin embargo, se consideraba también que las políticas sectoriales eran un complemento necesario de un régimen comercial más abierto, lo que lo llevó, entre otras medidas, a impulsar una política tecnológica más activa, a fomentar más activamente las exportaciones, a crear el Consejo Nacional de Competitividad y suscribir acuerdos de competitividad con varios sectores, a promover acuerdos de absorción de cosechas para varios bienes agrícolas sensibles y en usar moderadamente los instrumentos de protección contra la competencia desleal. En el sector cafetero, se hizo énfasis en reducir el endeudamiento de productores pequeños y medianos y a reestructurar la producción y la comercialización para adaptar el sector a un ambiente internacional más competitivo; este fue el esquema que sirvió de base para la renovación del contrato de administración del Fondo Nacional del Café por diez años más, que se suscribió con la Federación Nacional de Cafeteros en 1997. Como se señaló en la introducción, estas iniciativas para revitalizar las políticas sectoriales sólo lograron resultados modestos; este tema no se abordará, sin embargo, en el presente trabajo.

El gobierno también mantuvo un régimen de inversión extranjera abierto, suscribió el acuerdo del Acuerdo Multilateral de Garantía de Inversiones, promovió varios acuerdos bilaterales para proteger la inversión extranjera directa, presentó varias iniciativas al Congreso para eliminar la disposición constitucional que establece la expropiación sin indemnización y participó activamente en negociaciones internacionales en curso sobre inversión extranjera directa. No obstante, se aplicaron algunas restricciones a la compra directa de finca raíz por parte de extranjeros no residentes, como una medida contra el lavado de dinero. El gobierno no fue partidario, por el contrario, de una liberalización más generalizada de la cuenta de capitales de la balanza de pagos y, como se verá más adelante, propuso al banco central varias iniciativas para controlar el endeudamiento externo.

## **B. La evolución de la política macroeconómica**

A partir del diagnóstico mencionado sobre la insostenibilidad de la rápida expansión de la demanda agregada, la atención de las autoridades se centró inicialmente en poner freno al endeudamiento externo privado, que se consideraba el objetivo fundamental de política. El nuevo gobierno sostenía que un estricto control de las corrientes de capital, basado en el instrumento de encajes al endeudamiento externo, era esencial para contrarrestar las expectativas de revaluación. Por lo demás, dado el cuantioso déficit en cuenta corriente que presentaba la economía en 1994, se consideraba que las corrientes de capital eran la única fuente de presión a la baja del tipo de cambio. En retrospectiva y a la luz del consenso surgido después de la crisis mexicana, resulta paradójico que el nuevo gobierno haya tenido que luchar tanto para que en el debate económico se volviera a prestar atención central a la revaluación real y al déficit en cuenta corriente, y que tantos analistas los hayan considerado en su momento como temas secundarios.

Tan importante como lo anterior era el hecho de que el endeudamiento externo del sector privado también se considerara como una de las fuentes de deterioro del ahorro privado. Más aún, era evidente que el crecimiento de la demanda privada debía reducirse para evitar una crisis de la balanza de pagos. Por lo tanto, para que no produjera un ajuste que se concentrara exclusivamente en la inversión privada, el ahorro privado debía recuperarse. También es paradójico que, antes de que el nuevo gobierno volviera a colocar el tema del deterioro del ahorro privado en el centro del debate económico, no se le hubiera prestado suficiente atención en los análisis económicos realizados en el país. Por estas razones, el gobierno apoyó también las políticas adoptadas por el banco central con el objeto de reducir la rápida expansión del crédito interno.

La discusión entre el nuevo gobierno y el banco central sobre la necesidad de intensificar el control al endeudamiento externo condujo, en agosto de 1994, a su fortalecimiento a través de dos mecanismos. En primer lugar, se exigió un depósito en el banco central para todos los préstamos externos con menos de cinco años de plazo, cuyo monto era mayor entre menor fuera el plazo de vencimiento. Cuando se liberalizó la cuenta de capitales, en septiembre de 1993, se había exigido un depósito denominado en dólares para todo préstamo con vencimiento inferior a 18 meses; en marzo de 1994 esta exigencia se había hecho extensiva a los préstamos a menos de tres años, pero los mayores controles no fueron efectivos para detener la fuerte expansión del endeudamiento privado<sup>5</sup>. En segundo

término, se hicieron más estrictas las regulaciones sobre endeudamiento comercial, mediante la reducción de seis a cuatro meses del plazo máximo de giro para las importaciones de bienes de consumo e intermedios, y la imposición de límites cuantitativos al prefinanciamiento de las exportaciones.

Los controles de capital fueron eficaces en tres sentidos diferentes. En primer término, redujeron el endeudamiento externo privado, debido al mayor riesgo cambiario que suponían los créditos a más largo plazo y a la menor oferta de préstamos de ese tipo en el mercado. En segundo lugar, modificaron las expectativas de devaluación. Ambos factores contribuyeron a frenar la revaluación real entre agosto de 1994 y marzo de 1996; la crisis mexicana, así como los acontecimientos políticos posteriores, reforzaron este cambio de orientación de las expectativas cambiarias. Por último, los controles también mejoraron el excelente perfil del endeudamiento externo colombiano, uno de los factores fundamentales de la solidez de su balanza de pagos. De hecho, éste fue uno de los principales factores que incidió en la evaluación positiva de riesgo del país por parte de la banca internacional y las agencias calificadoras de riesgo durante el efecto tequila, en 1995, y en menor medida, durante la crisis financiera internacional de 1998<sup>6</sup>.

Las tasas de interés internas se convirtieron en el foco del debate macroeconómico en 1995-1996. Desde el punto de vista del gobierno, éste fue un hecho inesperado, lo cual reflejaba, sin duda, diferencias de opinión entre el gobierno y el banco central con respecto al grado de restricción que debía tener la política monetaria para frenar la ex-

---

<sup>5</sup> Una de las razones dadas para tomar las decisiones mencionadas en los meses anteriores a agosto de 1994 fue que los agentes privados habían contraído deudas ante la expectativa de adopción de controles más estrictos. Véase Banco de la República (1995).

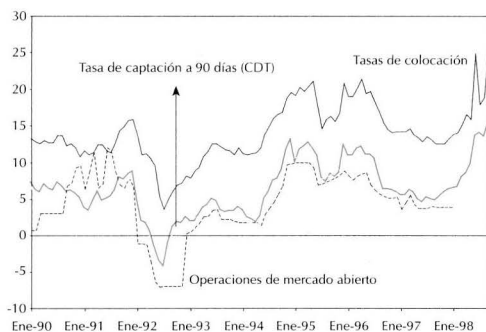
---

<sup>6</sup> En Ocampo y Tovar (1997) se presenta un análisis detallado de las normas sobre corrientes de capital y su eficacia en los años noventa. Cárdenas y Barrera (1997) presentan una visión alternativa, que coincide con la anterior en muchos aspectos.

pansión de la demanda agregada y controlar la inflación, objetivos que ambos claramente compartían. En efecto, las tasas de interés reales, que ya a mediados de 1994 habían alcanzado los picos anteriores de 1991, siguieron aumentando durante el segundo semestre de ese año (Gráfico 4). Para el segundo trimestre de 1995 era evidente, desde el punto de vista del gobierno, que el ajuste de las tasas de interés era excesivo, tal como lo demostraba la severa contracción de la demanda privada. La principal causa de preocupación del gobierno era la combinación de altas tasas de interés con el elevado endeudamiento que los agentes privados habían heredado del excesivo crecimiento del crédito interno a partir de 1992. En esas circunstancias, no sólo existía el peligro de que las altas tasas de interés tuvieran efectos contraccionistas mayores a los previstos, sino que también produjeran un deterioro de las carteras bancarias, aunque partiendo de un nivel inicial muy sólido, gracias a la aplicación de normas prudenciales adecuadas.

En esas circunstancias, el gobierno y el Banco de la República negociaron, a mediados de 1995, una mezcla de Política fiscal y monetaria más equilibrada que la que había prevalecido hasta entonces. Como resultado de este acuerdo, las tasas de Interés

**Gráfico 4. TASAS DE INTERES REAL**



Fuente: Banco de la República.

quedaron sujetas a controles temporales entre junio y agosto de 1995. En julio se redujo levemente el encaje exigido por los depósitos en cuenta corriente y en diciembre el que se aplicaba a los depósitos del sector público, pero ese mismo mes se incrementó el correspondiente a los depósitos a término. Al mismo tiempo, el cambio en la política fiscal se reflejó en algunos recortes de gastos y en la aprobación de una nueva reforma tributaria, que en especial aumentó la tarifa básica del IVA de 14% a 16% y fortaleció los controles tributarios. Las tasas de interés mantuvieron una tendencia descendente durante la mayor parte del segundo semestre de 1995, pero tuvieron un notable repunte a fines de ese año y comienzos de 1996. El alto nivel de estas tasas y la drástica contracción del crédito interno real provocaron otra ola de controversias en los primeros meses de 1996, cuando la situación comenzaba a afectar severamente la demanda agregada interna. Las discusiones sobre los efectos de la crisis política sobre la actividad económica hicieron aún más complejas estas controversias<sup>7</sup>.

En febrero y marzo de 1996, nuevos acuerdos entre el gobierno y el Banco de la República y el giro de las expectativas cambiarias condujeron a cierta liberalización del endeudamiento externo. Se rebajó a tres años el plazo de vencimiento de los préstamos sujetos a encaje, se amplió nuevamente a seis meses el plazo de giro para las importaciones de bienes de consumo e intermedios y se estableció un nuevo sistema para facilitar el prefinanciamiento de las exportaciones. Estas medidas implicaban la adopción de una postura monetaria más neutral, lo cual permitió que las tasas de interés bajaran a partir del segundo trimestre de 1996.

<sup>7</sup> Las opiniones del gobierno respecto de la combinación deseable de las políticas fiscal y monetaria se presentaron a mediados de 1996 en Ministerio de Hacienda y Crédito Público (1996).

Aunque las tasas de interés disminuyeron bastante, el proceso no fue lo suficientemente rápido para evitar una nueva afluencia de capitales en el segundo semestre de 1996 -inducidas por el margen sustancial para el arbitraje de intereses y por la revaluación que generaban las propias entradas de capital- y una importante desaceleración de la actividad económica, que fue más severa de lo previsto en 1996 y comienzos de 1997. Para fines de 1996, se había producido una bonanza de ingresos de capitales, que se reflejó en un registro extraordinario de endeudamiento externo en el último trimestre de 1996, en firmes intenciones de mayor endeudamiento por parte de agentes públicos y privados, y en un aumento de la inversión extranjera directa, en parte debido a las privatizaciones. Aunque el efecto monetario de la acumulación de reservas internacionales se esterilizó mediante operaciones de mercado abierto, amenazaba con romper el piso de la banda cambiaria y, por lo tanto, conducir a la economía a una nueva oleada de revaluación.

Estos fenómenos, junto con los desequilibrios externos que habían caracterizado a la economía en los años precedentes y la clara percepción de que se venía gestando un deterioro fiscal estructural, llevaron al gobierno, en enero de 1997, a decretar una emergencia económica, mediante la cual se establecieron impuestos explícitos (Tobin) a la entrada de capitales y un conjunto de ajustes fiscales. Estos últimos incluían la adopción de un programa de austeridad del gasto y algunas medidas tributarias, que se esperaba redujeran el déficit fiscal y, por ende, el endeudamiento público externo. Las fuertes críticas de que fueron objeto estas medidas incidieron, sin duda, en la declaración de su inexequibilidad por parte de la Corte Constitucional en marzo. No obstante, la percepción del gobierno fue que dichas normas habían sido esenciales para evitar una nueva revaluación. En efecto, enviaron al mercado una importante señal de que las autori-

dades no estaban dispuestas a permitir que la especulación provocara una ruptura del piso de la banda cambiaria. Asimismo, e igualmente importante, centraron el debate económico en la importancia de las reformas estructurales de las finanzas públicas<sup>8</sup>.

Debido al dictamen de la Corte Constitucional, en los meses siguientes se adoptaron medidas ordinarias de política, que sustituyeron en parte las tomadas en enero. En particular, el gobierno impuso hasta el mes de junio una sobretasa arancelaria para compensar la insuficiencia de ingresos tributarios. También presentó un proyecto de reforma tributaria que contenía varios elementos del paquete de emergencia económica, que fueron aprobados por el Congreso a mediados de año. El banco central sustituyó el impuesto Tobin por controles más estrictos de capital. Se extendió de 36 a 60 meses el plazo de vencimiento de los préstamos sujetos a un depósito obligatorio en dólares del 50%. En mayo, el mecanismo fue sustituido por un sistema conforme al cual se exigía a todos los préstamos un depósito a 18 meses denominado en pesos, equivalente al 30% del total del crédito e independiente de su plazo de vencimiento.

El consenso sobre la conveniencia de establecer controles más estrictos a las entradas de capitales para moderar las presiones revaluacionistas estuvo acompañado, así, por la adopción de una combinación de políticas fiscales y monetarias más equilibrada. Mientras el gobierno aminoró el ritmo de crecimiento del gasto y emprendió nuevas iniciativas para aumentar los ingresos tributarios, la política monetaria adoptó, según hemos visto, una orientación más neutral. Las voluminosas operaciones

---

<sup>8</sup> Véase una buena recopilación de opiniones respecto de la emergencia, incluida la del gobierno, en *Debates de Coyuntura Económica*, No. 41, marzo de 1997.

de mercado abierto (OMAs) necesarias para esterilizar la entrada de capitales de fines de 1996, tuvieron un efecto significativo sobre el manejo monetario. En enero de 1997 el banco central había elevado las OMAs a 2000 millones de dólares, lo que se compara con 900 millones tres meses antes. Durante todo el año, se programó la magnitud de tales operaciones en los montos necesarios para mantener la base monetaria dentro de los niveles moderados que estaban previstos en el programa macroeconómico. En el contexto de una baja demanda inicial de créditos del sector privado, el descenso de las tasas aplicables a las operaciones de mercado abierto y a las captaciones de la Tesorería (TES) creó las condiciones que condujeron a una reducción generalizada de las tasas de interés internas.

Durante 1998, el escenario macroeconómico estuvo dominado por la especulación cambiaria asociada a los choques en los mercados internacionales de capitales y de productos básicos (especialmente petróleo) y, durante algunos episodios, a acontecimientos políticos internos<sup>9</sup>. La corrida contra las reservas fue especialmente notoria en enero-febrero y en mayo-junio, coincidiendo en gran medida con procesos similares en otros mercados emergentes. Para defender el techo de la banda cambiaria, el Banco de la República utilizó las tasas de interés internas como la variable de ajuste, con gran seve-

---

<sup>9</sup> Este hecho se aplica especialmente a los episodios cambiarios de mayo-junio. En la semana anterior a la primera vuelta de las elecciones presidenciales (31 de mayo) se produjo la primera ola de especulaciones; aunque se afirmaba que obedecía a la posible victoria del candidato liberal, Horacio Serpa, algunas encuestas del momento indicaban que podía salir tercero y resultar, por lo tanto, eliminado de la segunda ronda (21 de junio). Por este motivo, esta hipótesis es probablemente inadecuada. La especulación continuó después de la victoria de dicho candidato en la primera vuelta, pero desapareció tras la segunda, cuando fue elegido Andrés Pastrana.

ridad durante la segunda corrida. Los controles de capital también se volvieron menos estrictos en enero<sup>10</sup>. La contracción monetaria generada por la desacumulación de reservas internacionales no estuvo acompañada por la creación de liquidez, en parte por razones de política (no alimentar la caída de las reservas) y en parte debido a un difícil proceso de aprendizaje sobre cómo garantizar una liquidez suficiente con métodos no tradicionales (la adquisición de títulos del gobierno en el mercado secundario y redescuentos de títulos y créditos privados), ante la ausencia de los mecanismos tradicionales (acumulación de reservas internacionales y reducción de los pasivos no monetarios del banco central) y la renuencia del Banco a utilizar otros (reducciones de los encajes, el método que fue adoptado más tarde en el año para generar liquidez, ya bajo la Administración Pastrana). Sea como fuere, las tasas de interés internas acusaron un marcado aumento, sobre todo en mayo-junio, superando rápidamente en términos reales, incluso los picos anteriores de fines de 1995 y comienzos de 1996. Pese a que se moderaron levemente tras las elecciones presidenciales del 21 de junio, continuaban en récords históricos al momento en que el Presidente Pastrana asumió la presidencia, el 7 de agosto de 1998, y se incrementarían nuevamente durante las nuevas conmociones del mercado internacional de capitales que se desencadenó poco después con la moratoria de la deuda rusa (véase el Gráfico 4).

### C. Desempeño

La expectativa de que era posible un "aterrizaje suave" se cumplió inicialmente en 1995, año en el

---

<sup>10</sup> El depósito en pesos exigido a los préstamos extranjeros se redujo del 30% al 25% y su plazo de vencimiento de 18 a 12 meses.



que, de hecho, el desempeño de todos los indicadores macroeconómicos fue muy satisfactorio (véanse los Cuadros 1 y 2 y los Gráficos 1 a 3). Tal como se preveía, la demanda agregada experimentó una leve desaceleración, pero ésta sólo afectó marginalmente al crecimiento del PIB, que continuó creciendo a un ritmo rápido, del 5,8%. La construcción de vivienda y la actividad manufacturera sufrieron una contracción más brusca, que se compensó en gran parte con el rápido crecimiento de la producción minera, algunos servicios dinámicos -entre otros, los de telecomunicaciones- y, lo que era más importante desde el punto de vista del gobierno, las exportaciones, la agricultura, y la infraestructura. La inversión pública y privada registraron nuevos picos, en tanto que el desempleo permaneció en niveles históricamente bajos. Por último, la inflación disminuyó, debido al efecto conjunto del menor crecimiento de la demanda, la política de ingresos y salarios y las buenas cosechas.

A comienzos de 1996, las perspectivas eran mucho menos alentadoras. Las altas tasas de interés reflejaban un sobreajuste de la política monetaria y constituían el principal motivo de preocupación. Además, la economía empezaba a verse afectada por dos conmociones de origen externo: una caída del precio internacional del café y las crisis económicas de Venezuela y Ecuador. Por último, la crisis política había comenzado a provocar retrasos en las inversiones; es difícil, sin embargo, distinguir este factor de otros que influían en esa variable, en especial la disminución de la demanda interna y las altas tasas de interés internas. Para los patrones colombianos, se produjo, por lo tanto, un "aterrizaje brusco". El crecimiento del PIB fue lento, de 2,0%, como resultado de una fuerte desaceleración de la demanda agregada. Efectivamente, tanto el consumo de los hogares como la inversión privada registraron una caída, por lo que el comportamiento del sector público fue esencial para garantizar aún un dina-

mismo moderado de la demanda agregada interna (1,9%). La contracción fue particularmente marcada en la construcción privada, la mayoría de las actividades manufactureras y el café, que de hecho experimentaron recesiones. El desempleo también aumentó en forma significativa. Pese a la lenta expansión de la demanda interna, la inflación aumentó, debido a choques de oferta provenientes de algunos servicios indizados (educación y servicios públicos) y a la notable inercia de otros precios. Sin embargo, se logró controlar finalmente el rápido crecimiento de la demanda interna que había caracterizado el auge de 1992-1994. Ello se reflejó, además, en la primera mejoría que experimentó el balance comercial desde 1992. Tan importante como ello, pese a su caída, la tasa de inversión total se mantuvo muy por encima del nivel registrado durante la desaceleración de 1991, a un nivel excepcionalmente elevado para los patrones históricos del país, 19,2% del PIB (véase el Gráfico 3).

El retorno a una posición monetaria más neutral desde mediados de 1996, creó las condiciones necesarias para la recuperación económica, que se produjo con un rezago. Hasta el primer trimestre de 1997, siguieron predominando las fuerzas contraccionistas<sup>11</sup>, pero en el segundo trimestre de 1997 comenzó una fuerte recuperación; para fines del año y comienzos del primer trimestre de 1998, la economía estaba en pleno auge, con tasas de creci-

---

<sup>11</sup> Muchos analistas han atribuido la moderada reducción del PIB trimestral en el primer trimestre de 1997 (-0,3%) a la incertidumbre provocada por las medidas de emergencia económica. En contra de este punto de vista, las encuestas empresariales indican que las expectativas mejoraron durante el trimestre. A nivel internacional, las medidas de emergencia también redujeron el margen de rendimientos (spread) de los bonos soberanos de Colombia, lo que indica que la imagen del país mejoró en ese período. Por lo tanto, la minirecesión de comienzos de 1997 respondió a otros factores, especialmente al pronunciado descenso de la producción de café y los ingresos cafeteros durante la cosecha de 1996/97.



miento anuales que superaban el 5%. Los efectos positivos de las menores tasas de interés estuvieron acompañados por una recuperación temporal de los precios internacionales del café y un aumento de las exportaciones no tradicionales, apoyados en parte por la recuperación de los países vecinos. En cualquier caso, el desempeño insatisfactorio del primer semestre de 1997 y la pérdida de dinamismo que se evidenció desde el segundo trimestre de 1998, debido a una política monetaria nuevamente contraccionista, quedaron reflejados en las tasas de crecimiento anual del PIB, que se situaron en torno al 3% en ambos años. Es interesante señalar que este proceso coincidió con tasas de inversión altas para los patrones del país (17,5% del PIB, a precios constantes) y una pronunciada reducción de la inflación de productos diferentes a alimentos. Efectivamente, en 1997, por primera vez desde que el Banco de la República es una autoridad autónoma, se cumplió con la meta de inflación. Durante el primer semestre de 1998, la inflación sin alimentos continuó descendiendo, pero los efectos de El Niño sobre los precios de los alimentos incidieron sobre la inflación total. La moderada expansión de la demanda agregada y el uso de indización prospectiva para la fijación de precios y salarios por parte del gobierno, contribuyeron a la disminución de la inflación sin alimentos.

En conclusión, durante la Administración Samper se logró controlar el crecimiento insostenible que caracterizaba la demanda interna al inicio del gobierno. El PIB creció a una tasa media anual de 3,5% en 1995-1998<sup>12</sup>, que superó el promedio latinoamericano (2,9%) aunque fue inferior a la que había registrado el país desde mediados de los años

ochenta. La inversión continuó siendo relativamente alta; de hecho, a precios constantes, la tasa media de inversión de 1995-1997 (18,8%) superó la de 1991-1994 (16,4%) y el promedio histórico desde 1965 (16,3%). Así pues, la brecha significativa entre el crecimiento de la oferta y la demanda agregadas que ha tenido el país desde 1996 se ha traducido en un exceso de la capacidad productiva, que proporciona la base para una recuperación no inflacionaria de la economía. Desde la perspectiva de la fuerte inflación inercial que caracteriza a Colombia, la reducción de la inflación sin alimentos (6,7 puntos porcentuales entre julio de 1994 y julio de 1998, frente a 6,3 puntos entre julio de 1990 y julio de 1994) también puede considerarse un éxito relativo, sobre todo porque se rompió la barrera histórica de la inflación del último cuarto de siglo (20%).

En el lado negativo, la principal contrapartida de esta situación fue el aumento del desempleo. En efecto, el incremento súbito de la desocupación en los últimos años tomó por sorpresa a los analistas, dado que el diagnóstico prevaleciente a mediados de los años noventa era que los mercados laborales posiblemente enfrentarían limitaciones de oferta más que de demanda. Como se desprende del Gráfico 1, tres factores incidieron en el rápido aumento del desempleo. En primer lugar, tal como se señaló en la sección II, la generación de empleo perdió impulso a partir de 1993, en medio de un auge de la demanda y un acelerado crecimiento del PIB. Tal como se indicó ahí, ello obedece probablemente a los efectos estructurales de la penetración de importaciones sobre los sectores productores de bienes comercializables y al incremento simultáneo de las contribuciones a la seguridad social. En segundo término, la reducción del empleo fue especialmente aguda durante la desaceleración de 1996-1997, lo cual puede reflejar también los factores estructurales mencionados. Finalmente, en los últimos trimestres, por razones que aún no están

<sup>12</sup> Si el crecimiento económico de 1998 es inferior al previsto por la Administración Samper (3,3% según el Cuadro 2), dicho promedio puede reducirse, aunque sólo en una décima.

claras, la tendencia al alza de la participación laboral, que se había interrumpido en 1993, retomó su curso ascendente.

Una segunda serie de resultados adversos tiene que ver con la incapacidad para corregir el desequilibrio de la cuenta corriente de la balanza de pagos que la economía colombiana había acumulado durante los años de auge de la demanda. Como se indica en el Cuadro 2, aunque la tendencia de la balanza comercial ha sido moderadamente positiva en los últimos años, el aumento de los pagos de intereses y, sobre todo, de remesas de utilidades, ha contribuido al deterioro de la cuenta corriente. En el plano interno, el mantenimiento del déficit en cuenta corriente muestra la incapacidad para revertir las tendencias adversas del ahorro nacional; en el plano externo, se ha presentado pese a la tendencia nuevamente ascendente de la relación entre exportaciones y PIB y, en particular, del dinamismo de las exportaciones de petróleo (véanse los Cuadros 2 y 3). Así pues, la ausencia de una tendencia claramente positiva de la balanza comercial se puede atribuir a la evolución de los precios de algunos principales productos de exportación -que ha frustrado, en particular, el auge esperado de los ingresos petroleros- y a la evolución del tipo de cambio real.

Aunque la marcada tendencia a la revaluación que caracterizó el período 1990-1994 se frenó, no fue posible revertirla, tal y como el gobierno había considerado necesario hacerlo en 1994. En los últimos años ha habido debates internos acalorados en torno a los determinantes del tipo de cambio real<sup>13</sup>. La opinión dominante en el banco central y en gran parte de los analistas académicos ha sido que la sobrevaluación respondía sobre todo a presiones

fiscales (el rápido crecimiento de los gastos o el déficit presupuestal, con énfasis en uno u otro según el autor)<sup>14</sup>. Por el contrario, el gobierno hizo hincapié en que las presiones hacia la apreciación provenían de la cuenta de capitales de la balanza de pagos y en la necesidad de usar más activamente el tipo de cambio nominal; según esta percepción, en el contexto de una fuerte indización, la evolución del tipo de cambio *nominal* tiene efectos *reales* de carácter permanente o (al menos) prolongado<sup>15</sup>. Si bien, como hemos visto, la Junta del Banco de la República fue varias veces favorable a los controles a los flujos de capital basados en el sistema de encajes, ciertamente manifestó un sesgo hacia la revaluación al establecer el tipo de cambio nominal; su preferencia "revelada" por una moneda fuerte obedece, sin duda, a los efectos positivos que ésta ejerce teóricamente sobre la inflación<sup>16</sup>.

Cabe recalcar que, pese a los altos déficit de la cuenta corriente, la magnitud y estructura del finan-

---

<sup>14</sup> Es interesante señalar que la crítica más enérgica a la idea ortodoxa, según la cual la revaluación y las altas tasas de interés obedecían al déficit fiscal, no provino en realidad del gobierno, sino del analista empresarial más influyente, Javier Fernández Rivas, en su análisis regular de las condiciones macroeconómicas. Véase *Prospectiva Económica y Financiera*, varios números.

<sup>15</sup> Véase las opiniones del autor en Ocampo y Gómez (1997). Sólo para el registro histórico, cabe agregar que, en su carácter de Ministro de Hacienda, el autor expresó en dos ocasiones al Banco de la República, a mediados y fines de 1996, la opinión de que la banda cambiaria debía devaluarse.

<sup>16</sup> Esta preferencia se hizo evidente de dos maneras. En primer lugar, el Banco adoptó dos decisiones explícitas en la década del noventa que produjeron una revaluación nominal (el cambio del sistema de certificados de cambio en octubre de 1990 y la revaluación de la banda cambiaria en diciembre de 1994) pero, hasta agosto de 1998, ninguna que generara una devaluación nominal, pese, en este último caso, a las presiones frecuentes sobre el límite superior de la banda desde 1995. En segundo lugar, las bandas cambiarias siempre se han fijado con base en la inflación esperada; como las metas de inflación se cumplieron sólo en 1997, ello ha generado presiones hacia la revaluación real, ya que no han hecho correcciones posteriores de la banda para tener en cuenta este hecho.

---

<sup>13</sup> Véanse, en particular, los trabajos recopilados en Montenegro (1997).

ciamiento externo han sido favorables. De hecho, la inversión extranjera directa ha sido la principal fuente de financiamiento, equivalente al 4,1% del PIB en 1995-1997 (calculado a un tipo de cambio de paridad de 1994) frente al 1,4% del PIB en 1991-1994. Este incremento se presenta aún si se considera que *todos* los ingresos por concepto de privatizaciones han correspondido a inversión extranjera directa, supuesto que, como es obvio, no es estrictamente válido<sup>17</sup>. Por lo tanto, el financiamiento del déficit con endeudamiento ha sido consistente con coeficientes de endeudamiento externo estables y bajos. Además, el perfil de la deuda externa ha continuado siendo excelente, dado que no se ha recurrido a préstamos de corto plazo para cubrir el déficit en cuenta corriente (véase el Gráfico 2).

Debe señalarse, finalmente, que la combinación de altas de interés, desaceleración de la actividad económica y competencia creciente en el sector financiero -debido a la reforma financiera de comienzos de la década, a las privatizaciones y a entrada de inversionistas extranjeros, principalmente españoles- generó dificultades a algunos intermediarios financieros. Para enfrentar esta situación, se adoptó una política orientada a promover la capitalización de las entidades, fusiones e inversión extranjera. Algunas instituciones (generalmente pequeñas) fueron intervenidas por la Superintendencia Bancaria, con acciones paralelas por parte del Fondo de Garantía de Instituciones Financieras, Fogafin, para capitalizarlas, otorgarles crédito o pagar el seguro de depósitos. Es importante resaltar que en todos los procesos de salvamento se tuvo como

guía central el obligar a los accionistas de las entidades respectivas a absorber todas las pérdidas en que habían incurrido, evitando utilizar recursos públicos con tal propósito. Las cooperativas de ahorro y crédito pasaron también a ser vigiladas por la Superintendencia Bancaria en 1997, para superar las deficiencias de la supervisión que hacía hasta entonces Dancoop. En el contexto del fortalecimiento de largo plazo de las regulaciones y controles financieros internos, estas políticas fueron efectivas en evitar una crisis financiera en 1996-1997 (que, en cualquier caso, hubiera sido muy pequeña). Además, en 1997 se presentó al Congreso un proyecto de reforma financiera, orientado a mejorar la supervisión y los mecanismos para intervenir los intermediarios en dificultades, que no fue aprobado durante el período gubernamental.

Obviamente, la crisis de liquidez y las altísimas tasas de interés que han prevalecido desde el segundo trimestre de 1998, conjuntamente con la desaceleración de la actividad económica, se han reflejado en un debilitamiento adicional de algunos intermediarios financieros, que condujo a las medidas de emergencia económica decretadas por la Administración Pastrana en noviembre de 1998. Sin embargo, la ausencia de riesgos sistémicos en esta área se refleja en la capacidad del sistema financiero colombiano de absorber estos choques generando pérdidas que son muy pequeñas para los patrones de lo que constituye una crisis financiera a nivel internacional. Se refleja también en las continuas evaluaciones favorables del sistema y las regulaciones financieras colombianas por parte de las agencias calificadoras de riesgo.

#### IV. LAS FINANZAS PUBLICAS

El deterioro de las finanzas públicas ha pasado al centro del debate económico desde 1996. Los problemas fiscales recientes son atribuibles funda-

---

<sup>17</sup> La inversión extranjera directa, neto de los ingresos por privatizaciones, ascendió al 2,3% del PIB en 1995-1997 (calculado al mismo tipo de cambio de paridad de 1994) frente al 1,2% registrado en 1991-1994.

mentalmente a la rápida expansión del gasto público en los años noventa. Según estimaciones del Departamento Nacional de Planeación, mientras en 1990 el gasto consolidado del sector público, descontadas las transferencias entre entidades del gobierno, equivalía al 24,3% del PIB, en 1997 había aumentado al 36,9%; para 1998 se prevé una reducción del 1% del PIB (véase el Cuadro 1). Cabe destacar que, según las estimaciones alternativas del Banco de la República, las cifras del Departamento Nacional de Planeación subestiman el tamaño del sector público al inicio de la década y, por ende, sobrestiman el incremento del gasto durante los años noventa<sup>18</sup>. En marcado contraste con las características de la expansión anterior del sector público de fines de los años setenta y comienzos de los ochenta que se concentró en las empresas públicas, la expansión reciente ha estado vinculada al crecimiento relativo de las administraciones públicas (especialmente los gobiernos locales) y del sistema de seguridad social<sup>19</sup>.

Esta expansión ha estado acompañada, sin embargo, de un incremento paralelo de los ingresos del sector público, especialmente de los impuestos del gobierno central y las contribuciones a la seguridad social, y en menor medida de los impuestos municipales y los ingresos netos de las empresas del gobierno. La Administración Gaviria realizó dos reformas tributarias, en 1990 y 1992, y el gobierno del Presidente Samper dos adicionales, en 1995 y 1997. Como consecuencia de esas reformas, la tarifa básica del impuesto al valor agregado se elevó del 10% al 16% y la máxima del impuesto a la renta del 30% a 35%; también se adoptaron varios

mecanismos para mejorar la fiscalización. Mientras la reforma de 1990 fue concebida para compensar la reducción de los ingresos del gobierno provenientes de aranceles a las importaciones, las de 1992 y 1995 estuvieron claramente destinadas a financiar el aumento del gasto. Aunque la reforma tributaria de 1997 incluyó ciertos elementos que compensaban el descenso de los ingresos del gobierno, se centró en la reducción de la evasión y los resquicios tributarios permitidos por las leyes. Simultáneamente, las contribuciones a la seguridad social se elevaron del 13,5% de la nómina en 1990 al 25,5% en 1996<sup>20</sup>, primero en virtud de las atribuciones del Instituto de Seguros Sociales y luego de los mandatos de la ley 100 de 1993, que modificó el sistema de seguridad social.

En vista de los mayores ingresos, hasta 1995 el aumento de los gastos fue consistente con el equilibrio de las finanzas públicas consolidadas, que incluso presentaron un cuantioso superávit en 1994 si se toman en cuenta las entradas extraordinarias provenientes de la licitación de los servicios de telefonía celular. Desde entonces, se han observado evidentes signos de deterioro fiscal. Si se excluyen los ingresos por concepto de privatizaciones, el déficit del gobierno central creció aceleradamente, pasando de un virtual equilibrio en 1993 a un déficit previsto para 1998 equivalente al 4,9% del PIB. Aunque los desajustes recientes no se diferencian en mayor medida del déficit que tenía el gobierno central a comienzos de los años ochenta, en años recientes ha estado compensado con superávit del resto del sector público. Por este motivo, el déficit consoli-

<sup>18</sup> Véase Ocampo (1997).

<sup>19</sup> En Sánchez et al. (1995) y Ocampo (1997) se presenta un análisis detallado de las tendencias de las finanzas públicas en los últimos años.

<sup>20</sup> Se incluyen aquí las contribuciones para pensiones y seguros de salud y riesgos profesionales, pagadas tanto por el empleador como por el empleado. Hasta 1993 corresponden a aquellas canceladas por el sector privado al Instituto de Seguros Sociales; desde entonces, a las contribuciones que pagan tanto el sector privado como el público al sistema de seguridad social.

dado del sector público alcanzó sólo un 3,0% del PIB en 1997, significativamente inferior al registrado a comienzos de la década de 1980, cuando superó el 7% del PIB en 1982 y 1983. El mejoramiento previsto para 1998 no se materializará, debido a la reciente contracción económica y a la caída de los precios de los productos básicos. No obstante, el déficit proyectado para 1998 (3,0% del PIB) no incluye el cuantioso superávit del Banco de la República, que alcanzará una cifra cercana al 1% del PIB. Con arreglo a las disposiciones legales vigentes, este superávit se transferirá al gobierno en 1999 y, por ello, sólo se reflejará en las cuentas fiscales en dicho año. Cabe resaltar, además, que gran parte del déficit consolidado se ha cubierto en los últimos años con ingresos provenientes de las privatizaciones (véase el Cuadro 1). De esta manera, la financiación del déficit consolidado no ha generado necesidades importantes de endeudamiento neto (Cuadro 1).

La expansión de los gastos refleja una serie de decisiones de política adoptadas por el Estado colombiano en diferentes momentos. Según un reciente análisis de la Comisión de Racionalización del Gasto y de las Finanzas Públicas, lo anterior indica que el déficit tiene un carácter "estructural"<sup>21</sup>. Las decisiones más importantes fueron las adoptadas en 1991 por la Asamblea Nacional Constituyente, que reformó el sistema judicial y aumentó significativamente las transferencias a los departamentos y los municipios con el fin de financiar mayores inversiones sociales y extender la cobertura del sistema

de seguridad social. La correlación entre el rápido incremento del gasto social y las limitaciones fiscales que ha acumulado el país muestra las dificultades que ha enfrentado para conciliar una economía más liberal con una política social activa. No obstante, cabe destacar que una parte importante del incremento de los gastos obedeció a otros factores (véase más adelante) y que los desembolsos de la seguridad social tienen otros determinantes. En el caso del gobierno central, estos últimos obedecieron a tres factores simultáneos: i) la ley 100, promulgada en 1993, que instrumentó los mandatos constitucionales, elevó las contribuciones a la seguridad social y obligó al gobierno a pagarlas efectivamente; ii) el incremento notable en número de empleados del sector público que llegaron a la edad de jubilación en la década actual (que se ha reflejado en un incremento del número de pensionados públicos de alrededor del 10% por año), un efecto retardado de la rápida expansión del empleo público en los años sesenta y comienzos de los setenta; y iii) las generosas disposiciones del régimen de pensiones militares, que no fueron reformadas por la ley 100<sup>22</sup>.

Se ha estimado que la dinámica de gastos establecida por la Constitución de 1991 y la aplicación de las leyes que la desarrollaron tuvieron un costo permanente equivalente al 4,2% del PIB<sup>23</sup>. Este porcentaje representó tres cuartas partes del aumento de los gastos del gobierno central entre 1990 y 1998, excluidos los pagos de intereses (5,5% del PIB, según lo indica el Cuadro 4). No obstante,

<sup>21</sup> Comisión de Racionalización del Gasto y de las Finanzas Públicas (1997); véanse también Ocampo (1997) y Hernández y Gómez (1998). La manifestación más clara de la rigidez estructural es la relación entre los gastos "obligatorios" (desembolsos dispuestos legalmente más pagos de interés) y los ingresos del gobierno central que, de acuerdo con Hernández y Gómez, aumentó de menos del 50% a principios de la década a 85% en 1998.

<sup>22</sup> Uno de los rasgos más problemáticos del régimen de pensiones militares es que la base para el cálculo de las pensiones es el salario vigente del personal activo. De esta manera, el incremento de los salarios reales del personal militar decretado en 1992 (y aplicado gradualmente, hasta 1997) se tradujo en un rápido aumento del costo global de las pensiones correspondientes.

<sup>23</sup> Véase Ocampo (1997).

**Cuadro 4. COMPOSICION DEL GASTO DEL GOBIERNO CENTRAL**  
(Operaciones efectivas de caja)

|                                   | Como % del PIB |             |             |             |             |             | Variación como % del PIB |             | Crecimiento real anual |             |
|-----------------------------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------------|-------------|------------------------|-------------|
|                                   | 1990           | 1994        | 1995        | 1996        | 1997        | 1998        | 1991-1994                | 1995-1998   | 1991-1994              | 1995-1998   |
| <b>Gasto propio</b>               | <b>5,2</b>     | <b>7,1</b>  | <b>7,2</b>  | <b>7,4</b>  | <b>8,2</b>  | <b>6,9</b>  | <b>1,9</b>               | <b>-0,2</b> | <b>12,1</b>            | <b>1,9</b>  |
| Corriente                         | 3,2            | 4,8         | 4,8         | 4,7         | 5,2         | 4,8         | 1,6                      | 0,0         | 14,9                   | 3,0         |
| Inversión                         | 2,0            | 2,3         | 2,4         | 2,6         | 3,0         | 2,0         | 0,3                      | -0,3        | 7,1                    | -0,3        |
| <b>Transferencias</b>             | <b>4,5</b>     | <b>6,2</b>  | <b>6,7</b>  | <b>7,8</b>  | <b>7,7</b>  | <b>8,3</b>  | <b>1,7</b>               | <b>2,1</b>  | <b>12,0</b>            | <b>10,6</b> |
| Regionales y municipales          | 3,0            | 4,3         | 4,2         | 5,1         | 5,1         | 5,2         | 1,3                      | 1,0         | 12,9                   | 8,2         |
| Seguridad social                  | 0,9            | 1,5         | 1,8         | 2,1         | 2,1         | 2,2         | 0,6                      | 0,7         | 17,7                   | 12,9        |
| Otros                             | 0,6            | 0,4         | 0,7         | 0,6         | 0,5         | 0,9         | -0,2                     | 0,5         | -5,8                   | 24,3        |
| <b>Total excluyendo intereses</b> | <b>9,7</b>     | <b>13,3</b> | <b>13,9</b> | <b>15,2</b> | <b>15,9</b> | <b>15,2</b> | <b>3,6</b>               | <b>1,9</b>  | <b>12,1</b>            | <b>6,3</b>  |
| <b>Pagos de intereses</b>         | <b>1,3</b>     | <b>1,4</b>  | <b>1,4</b>  | <b>2,1</b>  | <b>2,3</b>  | <b>3,0</b>  | <b>0,1</b>               | <b>1,7</b>  | <b>4,5</b>             | <b>26,0</b> |
| Internos                          | 0,3            | 0,7         | 0,9         | 1,6         | 1,7         | 2,2         | 0,4                      | 1,5         | 25,7                   | 37,3        |
| Externos                          | 1,0            | 0,7         | 0,5         | 0,5         | 0,6         | 0,8         | -0,3                     | 0,2         | -6,6                   | 8,9         |
| <b>Total</b>                      | <b>11,0</b>    | <b>14,7</b> | <b>15,3</b> | <b>17,3</b> | <b>18,2</b> | <b>18,2</b> | <b>3,7</b>               | <b>3,6</b>  | <b>11,2</b>            | <b>8,6</b>  |

Fuente: Ministerio de Hacienda.

tanto la Administración Gaviria como el gobierno del Presidente Samper adoptaron decisiones explícitas de política que aumentaron los gastos del gobierno en otras áreas. El primero de ellos otorgó importancia primordial a los gastos de justicia y defensa -incluidas las alzas de sueldos en ambos sectores, que en el segundo se hicieron efectivas en forma gradual-, en tanto que el gobierno de Samper se centró en la inversión social y en infraestructura. El aumento del primer tipo de gastos adquirió un carácter bastante permanente, dado su carácter de gastos corrientes; en cambio, el gobierno de Samper tuvo que retroceder en 1997 y 1998 en su intento por incrementar los gastos de inversión (véase más adelante).

La expansión del gasto también ha respondido al hecho de que el gobierno central ha actuado en la práctica como un "financiador de última instancia" de las entidades públicas en dificultades. Efectiva-

mente, en virtud de una serie de decisiones adoptadas desde la década de los ochenta, el costo de las crisis de las empresas públicas y de las administraciones públicas locales y regionales se ha transferido al gobierno central. Este ha asumido el costo de las pensiones (ferrocarriles, puertos, Caja Agraria) o de las deudas de dichas entidades (sectores eléctrico y de carbón, Metro de Medellín), o bien ha otorgado préstamos a empresas públicas o a gobiernos regionales con problemas. Más recientemente se comenzó a aplicar un mecanismo similar, consistente en cancelar, con cargo al presupuesto nacional, el costo neto de los subsidios de las tarifas de los servicios públicos que benefician a las familias de bajos ingresos.

En este contexto general de expansión, se observa, sin embargo, una clara inflexión en la tendencia de los gastos del gobierno nacional bajo la Administración Samper. En el Cuadro 4 los gastos del go-



bierno se clasifican en tres categorías. La primera comprende los gastos corrientes y de capital de responsabilidad directa del gobierno central, tanto en términos de autonomía legal como de formulación y ejecución del presupuesto, que denominamos "gastos propios". En la segunda categoría se encuentran todas las transferencias exigidas por ley, incluidas las destinadas a los gobiernos regionales y locales, los pagos de la seguridad social a los funcionarios públicos y a los pensionados, las contribuciones y subsidios a la seguridad social dispuestos por la Ley 100, las transferencias al sector privado para cubrir el subsidio a las tarifas de los servicios públicos aplicables a usuarios de bajos ingresos y el costo de las pérdidas del banco central. En la tercera categoría se agrupan los pagos de intereses por concepto de las deudas interna y externa.

Según lo indican el Cuadro 4 y el Gráfico 5, el crecimiento del gasto experimentó una desaceleración significativa durante el gobierno del Presidente Samper, especialmente en el caso de aquellos gastos cuyo control directo está en manos del gobierno central. En efecto, los "gastos propios" aumentaron sólo 1,9% al año en términos reales durante 1995-1998, en comparación con el 12,1% registrado en 1991-1994. Los pagos del gobierno central, incluidas las transferencias pero excluidos los pagos de intereses, crecieron a una tasa anual del 6,3%, comparada con el 12,1% durante la Administración Gaviria. La reducción se advirtió especialmente en

los dos últimos años del mandato, particularmente cuando se estiman con una contabilidad de causación, ajustando los desembolsos en efectivo por las variaciones de las deudas flotantes, con arreglo a las metodologías del FMI (véase el Gráfico 5)<sup>24</sup>. Esto fue evidente tanto en los gastos corrientes como en los de inversión. En los primeros, se reflejó, en particular, en la evolución de los salarios reales básicos de los empleados del gobierno central. Mientras dichos salarios aumentaron a una tasa real anual del 5,6% durante el gobierno del Presidente Gaviria, en el de Samper cayeron a una tasa del 0,6%<sup>25</sup>. Por otra parte, el intento de incrementar los gastos de inversión, acorde con los proyectos de infraestructura del Plan Nacional de Desarrollo, debió abandonarse a la luz de las dificultades fiscales, de manera que, tras aumentar rápidamente y llegar a su máximo en 1997, los pagos de inversión del gobierno central sufrieron un drástico recorte en 1998 (Cuadro 4)<sup>26</sup>. Por último, la austeridad fiscal también se reflejó en la reducción en 1998 de los gastos consolidados del sector público, que bajarán de 37,2% a 36,0% del PIB por primera vez en la década de los noventa (Cuadro 1).

Cabe agregar que los esfuerzos de ajuste se reflejaron también en una serie de iniciativas legales. Fuera de las reformas tributarias y la fallida emergencia económica, deben mencionarse en este contexto al menos tres iniciativas adicionales: la Ley 344 de 1996, que racionalizó algunas provisiones de gasto; la Ley 358 de 1997, que estableció restricciones al

---

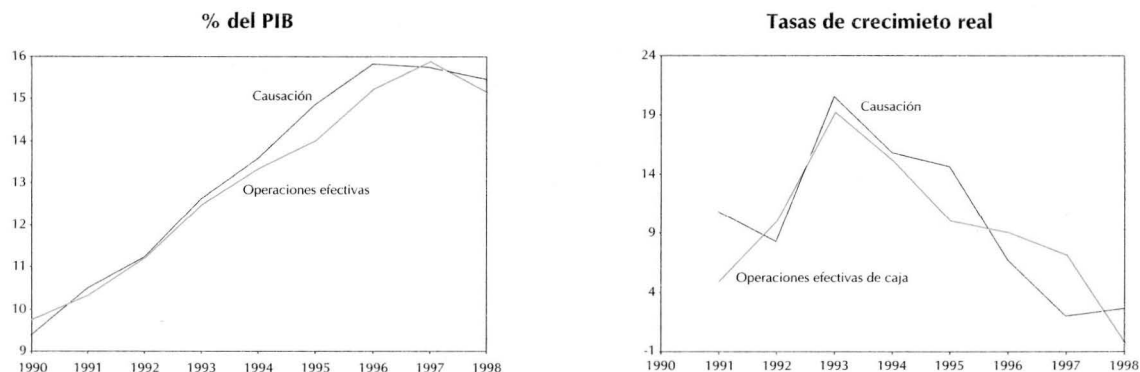
<sup>24</sup> Como los datos que figuran en el cuadro 4 se refieren a los desembolsos en efectivo, sobrestiman el incremento de los gastos hasta 1996 y la contracción registrada en los últimos dos años, especialmente en 1997. Las deudas flotantes que se contabilizan en el rezago presupuestal aumentaron de 1,7% del PIB en 1994 a 3,2% en 1996, y luego se redujeron a 2,6% del PIB en 1997 y a un 2,2% programado en 1998. De esta manera, el incremento de los pagos que se produjo en 1997, medidos como proporción del PIB, obedeció en gran medida a la reducción del rezago presupuestal.

---

<sup>25</sup> En realidad aumentaron hasta 1996. De esta manera, las reducciones de los salarios reales se concentraron en 1997 y 1998. Estas estimaciones se refieren a los salarios básicos, según cálculos de la Dirección General de Presupuesto del Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

<sup>26</sup> Medida por causación, la caída se inició igualmente en 1997.

## Gráfico 5. GASTO DEL GOBIERNO CENTRAL NETO DE PAGO DE INTERESES



Fuente: Ministerio de Hacienda.

endeudamiento de los gobiernos departamentales y municipales; y la Ley 448 de 1998, que estableció por primera vez controles presupuestales a las garantías otorgadas por entidades públicas en favor de inversionistas privados (véase, sobre este último tema, la Sección V). Los proyectos de presupuesto de 1997, 1998 y 1999 presentados al Congreso por la Administración Samper incluyeron igualmente las medidas de austeridad en el gasto. En 1997 se presentó también un proyecto de reforma constitucional, que pretendía flexibilizar el gasto bajo condiciones fiscales críticas, el cual desafortunadamente no fue tramitado.

Los pagos de intereses sobre la deuda interna han sido otra fuente importante de expansión del gasto en los últimos años, como indica el hecho de que, mientras en 1994 equivalían al 1,3% del PIB, en 1998 alcanzarán el 3,0%. Esto refleja la estrategia, adoptada por la Administración Gaviria y mantenida por la Administración Samper, de sustituir deuda externa por deuda interna y de eliminar todos los subsidios implícitos a las deudas del gobierno con el banco central, más que un crecimiento explosivo de la deuda. El componente inflacionario de las tasas de interés internas indica que los pagos reales

de intereses y, por lo tanto, el déficit del gobierno central, están sobrestimados. De hecho, el déficit *operacional* del gobierno central, que incluye una corrección por dicho componente inflacionario y, por ende, refleja sus necesidades reales de financiamiento, representó solamente el 2,9% del PIB en 1997 y se prevé que alcanzará el 3,6% en 1998<sup>27</sup>. Por este motivo, el aumento de los pagos de intereses ha sido consistente con el mantenimiento de coeficientes moderados de endeudamiento del gobierno central, a saber, 19,3% del PIB a fines de 1997 y un 20,6% previsto para 1998, cifras que resultan levemente inferiores a las correspondientes a la segunda mitad de los años ochenta (Cuadro 1). La deuda total del sector público también es baja según los parámetros internacionales: 31% del PIB en 1997, comparada con un promedio del 39% para los países latinoamericanos de tamaño medio y grande, y una proporción mucho mayor para los países de la OCDE<sup>28</sup>.

<sup>27</sup> En Ocampo (1997) se hace un análisis completo de este tema.

<sup>28</sup> Véase J.P. Morgan, World Financial Markets, tercer trimestre de 1998, Nueva York, 1 de julio de 1998.

En síntesis, la situación fiscal al final del gobierno de Samper se caracterizaba por cinco elementos básicos: i) gastos del sector público elevados para los patrones históricos del país, determinados básicamente por normas constitucionales y legales; ii) un proceso de ajuste en marcha, que ya se había reflejado en una pronunciada reducción del crecimiento del gasto del gobierno central y del sector público consolidado; iii) un déficit considerable del gobierno central, significativamente inferior si se calcula sobre una base operacional (real); iv) un déficit consolidado moderado; y v) coeficientes de endeudamiento público también moderados. En estas condiciones, la Administración Samper sostuvo con firmeza que no era recomendable aplicar una terapia de choque y que el ajuste gradual del gasto constituía una alternativa más razonable. De acuerdo con los pronunciamientos e iniciativas del Presidente Pastrana, es probable que las nuevas autoridades sigan una estrategia similar (y reciban las mismas críticas por su enfoque gradual). El argumento según el cual es preciso aplicar una política fiscal aún más restrictiva para poder revertir la política monetaria contraccionista característica de 1998 no es válido, ya que, de acuerdo con las proyecciones existentes desde comienzos del año, la demanda interna agregada no experimentaría crecimiento alguno durante el año y los gastos fiscales, una vez deducidos los pagos de intereses, se reducirían como proporción del PIB (véanse los cuadros 1 y 4). En efecto, en estas circunstancias, el déficit del sector público está fundamentalmente *determinado* por la política monetaria, debido a los efectos conjuntos del crecimiento económico sobre los ingresos tributarios<sup>29</sup> y

de las tasas de interés internas sobre el servicio de la deuda del gobierno.

El carácter "estructural" del déficit fiscal torna también más difícil la aplicación de una terapia de choque. Como señaló la Comisión de Racionalización del Gasto y de las Finanzas Públicas, las áreas prioritarias del ajuste son las transferencias del gobierno central a las entidades territoriales, el sistema de seguridad social y los gastos de defensa y justicia del gobierno central<sup>30</sup>. Muchas de ellas exigen cambios en las normas legales e incluso constitucionales. Los recortes de la "burocracia" del gobierno central, y del sistema de cofinanciación -en el que se han centrado las críticas de la gestión fiscal en los últimos años-, aunque atractivos desde el punto de vista político, sólo tendrán dividendos pequeños<sup>31</sup>. En consecuencia, para llevar a cabo el ajuste fiscal, será preciso contar con un consenso político sobre las reformas necesarias. En este sentido, el nuevo gobierno tiene dos grandes ventajas políticas con las cuales no contó la Administración Samper: una fuerte credibilidad y una conciencia más amplia, en la ciudadanía y en la clase política, sobre la necesidad de aplicar un ajuste fiscal, resultado de los intensos debates de los últimos años. Aún en estas condiciones, el camino de las reformas no estará libre de escollos. Es más, dada la rigidez de los gastos del sector público, el ajuste fiscal exigirá *aumentar* más que reducir la tributación. Si bien unos controles tributarios más enérgicos serán de gran ayuda -continuando en

<sup>30</sup> Véase Comisión de Racionalización del Gasto y de las Finanzas Públicas (1997).

<sup>31</sup> Los gastos del gobierno central por concepto de sueldos y salarios, excluidos los sectores de defensa y justicia, equivalen a sólo el 0,9% del PIB en 1998. De tal manera, un recorte apreciable de dichos gastos tiene efectos relativamente pequeños sobre el gasto total. Por otra parte, el total de erogaciones del sistema nacional de cofinanciación equivale al 0,5% del PIB.

<sup>29</sup> Para 1997, Ocampo (1997) estimó que el bajo crecimiento económico era responsable por una reducción de más del 1% del PIB en los ingresos tributarios, lo que indica que, según las definiciones de la OCDE, los déficit "estructurales" eran inferiores a los déficit operacionales y de caja en esta misma magnitud.

esta materia, por lo demás, la lucha contra la evasión que caracterizó la gestión tributaria durante la Administración Samper<sup>32</sup> -en las actuales circunstancias será insuficiente. Como indican las estimaciones de Hernández y Gómez (1998), sólo mediante una combinación de ingresos más altos y gastos más bajos del gobierno central, que deberán incluir menores transferencias a los gobiernos regionales, podrán generarse los ajustes necesarios en las finanzas del gobierno central.

## V. UNA MIRADA SUSCINTA A ASPECTOS FUNDAMENTALES DEL PLAN NACIONAL DE DESARROLLO

En los Gráficos 5 y 6 se presenta información más detallada sobre los dos principales componentes del Plan Nacional de Desarrollo de la Administración Samper: la inversión social y en infraestructura. Según lo indica el Gráfico 6, el gasto social ha registrado un incremento impresionante en los años noventa. Mientras entre 1980 y 1992 fluctuó entre el 8% y el 10% del PIB, en la década actual creció rápidamente, hasta llegar al 12,2% del PIB en 1994 y a un promedio de 15,4% en 1996-1997. La mitad de este aumento es atribuible a la expansión del sistema de seguridad social, como reflejo de su mayor cobertura y de los factores específicos que influyen en el costo de las pensiones del gobierno (véase la sección IV). La otra mitad puede atribuirse a las transferencias a los departamentos y municipios destinadas a inversión social, especialmente en educación y salud, y al crecimiento directo del gasto social del gobierno central, especialmente durante la Administración Samper. En el plano sectorial, una parte importante del crecimiento corresponde a gastos en seguridad social,

con un dinamismo también notorio de las inversiones en educación y salud. Como consecuencia de esto, la imagen que existía de Colombia hasta hace poco tiempo, según la cual el país subinvertía en los sectores sociales, ha quedado en parte superada. De hecho, de acuerdo con datos de la CEPAL, es el país latinoamericano que registra el ritmo más acelerado de incremento del gasto social en los años noventa; este ha alcanzado un nivel similar al de los países de la región que, según esta entidad, presentan un alto nivel de inversión social<sup>33</sup>.

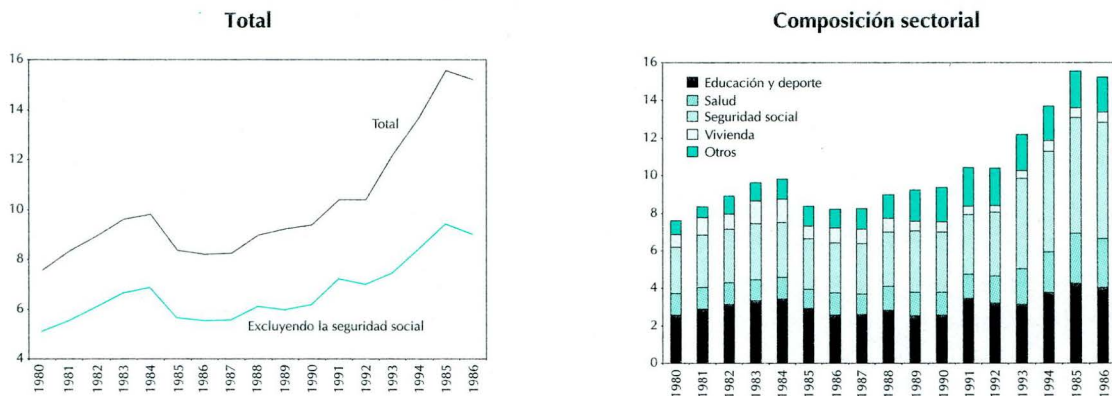
El aumento de los gastos se refleja en una considerable expansión de los servicios sociales (Cuadro 5)<sup>34</sup>. La expansión más acelerada es aquella que presenta la cobertura de los servicios de seguridad social en salud, que se incrementó del 24% en 1993 al 57% en 1997. Las tasas de asistencia escolar registraron también un aumento del 48% al 60% en este mismo período, concentradas en educación secundaria. Paralelamente, se lograron avances en los programas destinados a mejorar la calidad de la educación y de los servicios de salud. La cobertura de los servicios de agua y alcantarillado también tuvo una expansión rápida. En todos los casos, la expansión de la cobertura ha beneficiado fundamentalmente a la población más pobre. Como consecuencia de ello y de la ampliación de la cobertura de otros servicios públicos, la pobreza, expresada en términos de necesidades insatisfechas, registró una drástica reducción, del 33% al 27% en 1993-1997, a un ritmo anual mayor que la registrada en 1985-1993. Esta mejora fue particularmente notoria

<sup>32</sup> La DIAN ha estimado que la evasión del IVA disminuyó de 35,1% en 1994 a 30,3% en 1996.

<sup>33</sup> Véanse las comparaciones pertinentes en Departamento Nacional de Planeación, con base en datos de CEPAL (1997).

<sup>34</sup> En Departamento Nacional de Planeación (1998) se presenta un análisis detallado de los avances alcanzados durante la ejecución del Plan Nacional de Desarrollo "El Salto Social". La mayor parte de los datos presentados en este párrafo y en el resto de esta sección provienen de esta fuente.

## Gráfico 6. GASTO SOCIAL



Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

## Cuadro 5. INDICADORES DE CONDICIONES DE VIDA

|   | Censo |      | Encuesta de calidad de vida |      |
|---|-------|------|-----------------------------|------|
|   | 1985  | 1993 | 1993                        | 1997 |
| <b>Necesidades básicas insatisfechas</b>                |       |      |                             |      |
| <b>Nacional</b>   |       |      |                             |      |
| Pobreza(%)  | 45,6  | 37,2 | 32,7                        | 26,9 |
| Indigencia (%)  | 22,8  | 16,8 | 13,5                        | 9,0  |
| <b>Urbano</b>   |       |      |                             |      |
| Pobreza(%)  | 31,2  | 26,8 | 20,6                        | 17,5 |
| Indigencia (%)  | 11,3  | 8,8  | 4,0                         | 3,3  |
| <b>Rural</b>  |       |      |                             |      |
| Pobreza(%)  | 72,6  | 62,5 | 60,9                        | 49,6 |
| Indigencia (%)  | 44,4  | 35,5 | 35,5                        | 22,8 |
| <b>Tasas de cobertura de asistencia escolar (netas)</b> |       |      |                             |      |
| Primaria  | 61,5  |      | 75,2                        | 83,4 |
| Secundaria  | 37,7  |      | 47,8                        | 59,7 |
| <b>Cobertura de la seguridad social</b>                 |       |      |                             |      |
| % de la población total                                 |       |      | 23,7                        | 57,2 |
| <b>Servicios públicos</b>                               |       |      |                             |      |
| Energía   | 78,5  |      | 86,0                        | 93,8 |
| Agua  | 73,1  |      | 80,0                        | 85,6 |
| Alcantarillado  | 59,4  |      | 63,3                        | 70,8 |
| <b>Calidad de la vivienda</b>                           |       |      |                             |      |
| Materiales inadecuados                                  | 13,8  |      | 7,3                         | 7,6  |
| Hacinamiento  | 19,4  |      | 12,8                        | 11,0 |
| Carencia de servicios básicos                           | 21,8  |      | 10,4                        | 5,7  |

Fuente: Departamento Nacional de Planeación.



en las zonas rurales. Cabe agregar que la pobreza, expresada como proporción de la población que se encuentra bajo la línea de pobreza, también se redujo en el período 1994-1997, pero sólo en las áreas urbanas (véase el Cuadro 6). La distribución del ingreso mejoró en todo el país en 1994-1996, pero sufrió cierto deterioro en las zonas urbanas en 1997. En relación con otros programas sociales contemplados en el Plan Nacional de Desarrollo, cabe anotar que se lograron avances notables en la cobertura de la Red de Solidaridad Social (creada poco después de iniciado el gobierno) y en materia de capacitación técnica y de desarrollo de los programas de apoyo a las microempresas, y logros intermedios en el área de la vivienda social, en tanto que en los programas de desarrollo rural campesino, sobre todo de reforma agraria, los resultados fueron frustrantes.

En el Cuadro 7 se presentan comparaciones entre las inversiones públicas en infraestructura de Colombia y los promedios de Asia-Pacífico y América Latina, sobre la base, en estos últimos casos, de estimaciones del Banco Mundial<sup>35</sup>. En general, en 1991-1994 las inversiones correspondientes fueron

**Cuadro 6. PORCENTAJE DE HOGARES BAJO LA LINEA DE POBREZA**

|                 | 1991 | 1994 | 1997 |
|-----------------|------|------|------|
| <b>Nacional</b> |      |      |      |
| Pobres (%)      | 57,7 | 54,4 | 52,7 |
| Indigentes (%)  | 23,6 | 20,8 | 19,4 |
| <b>Urbano</b>   |      |      |      |
| Pobres (%)      | 49,1 | 45,3 | 42,7 |
| Indigentes (%)  | 15,3 | 12,6 | 11,3 |
| <b>Rural</b>    |      |      |      |
| Pobres (%)      | 75,9 | 74,8 | 77,0 |
| Indigentes (%)  | 41,0 | 39,3 | 38,9 |

Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

tan reducidas como las de América Latina en los años ochenta y considerablemente inferiores a las de Asia-Pacífico en el mismo período y a las de América Latina en la década del setenta. En términos internacionales, las inversiones correspondientes a las áreas de energía y transporte fueron bajas; en cambio, las destinadas a telecomunicaciones fueron altas. Este patrón de inversiones concuerda, en términos generales, con lo observado en las comparaciones internacionales sobre acervo de capital y servicios de infraestructura en 1995, según las cuales Colombia tenía una dotación relativamente adecuada de servicios de telecomunicaciones, pero inadecuada en los sectores de energía y, sobre todo, de transporte<sup>36</sup>.

Los esfuerzos realizados desde fines de los años ochenta en este ámbito se orientaron a complementar la inversión pública con inversiones privadas, motivo por el cual han estado vinculadas con el proceso paralelo de privatización. Las medidas iniciales en esta dirección fueron adoptadas durante la Administración Barco, que privatizó parte de los servicios ferroviarios. Posteriormente, durante el gobierno del Presidente Gaviria, se privatizaron los servicios portuarios, se diseñaron las primeras concesiones para atraer capital privado a la infraestructura de transporte, se abrieron la generación eléctrica y las telecomunicaciones a la inversión privada (lo que incluyó, en este último caso, servicios de valor agregado y la telefonía celular, y un intento frustrado de privatizar la Empresa Nacional de Telecomunicaciones, Telecom), y se crearon tres comisiones encargadas de la regulación de los ser-

<sup>35</sup> Banco Mundial (1995). Las inversiones en actividades petroleras y mineras, incluidas en la definición amplia de "infraestructura" utilizada en el Plan Nacional de Desarrollo, no se incluyen en el análisis, a fin de facilitar una comparación adecuada con las cifras internacionales.

<sup>36</sup> Véase Departamento Nacional de Planeación (1995).



**Cuadro 7. INVERSION EN INFRAESTRUCTURA**  
(% del PIB)

|                    | Asia-Pacífico | América Latina |       | Colombia  |           |
|--------------------|---------------|----------------|-------|-----------|-----------|
|                    | 1980          | 1970s          | 1980s | 1991-1994 | 1995-1998 |
| Total              | 4,3           | 3,7            | 2,8   | 2,9       | 4,6       |
| Transporte         | 1,6           | 1,6            | 0,7   | 0,9       | 1,1       |
| Electricidad       | 2,1           | 1,7            | 1,6   | 1,2       | 2,5       |
| Telecomunicaciones | 0,6           | 0,5            | 0,4   | 0,7       | 1,1       |

Fuente: Banco Mundial (1995) y Departamento Nacional de Planeación.

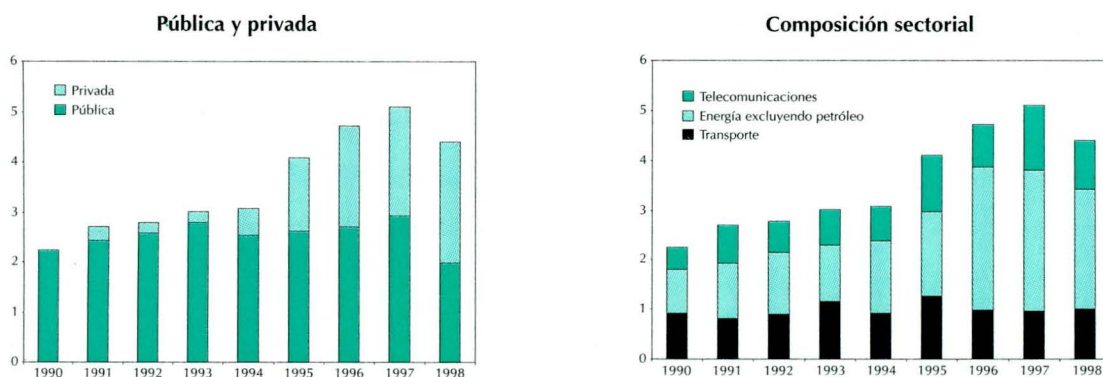
vicios públicos de gas y energía, telecomunicaciones y agua potable.

Este proceso se intensificó durante la Administración Samper. Los servicios telefónicos de larga distancia nacional e internacional quedaron abiertos a la competencia, y algunos de los principales activos de generación eléctrica fueron privatizados en 1996-1998. Este proceso siguió un modelo implícito según el cual empresas privadas y empresas públicas nacionales y municipales coexistirían, compitiendo entre sí en los sectores en los cuales esto era posible, y las segundas seguirían operando en los mercados en que existían monopolios naturales, como la red nacional de transmisión de electricidad. Por otra parte, las comisiones reguladoras de servicios públicos adoptaron reglamentaciones modernas integrales para todos los sectores. En 1995 comenzó a funcionar la Superintendencia de Servicios Públicos Domiciliarios, y ese mismo año se crearon el Comité de Inversión Privada en Infraestructura y una oficina de coordinación y promoción de los proyectos correspondientes en el Departamento Nacional de Planeación. Estas entidades permitieron mejorar el seguimiento del plan de infraestructura privada, y el análisis de la distribución de riesgos entre los sectores privado y público. Esto condujo a un completo rediseño del programa de concesiones

en el sector de transporte y a la eliminación o significativa reducción de los riesgos asumidos por el sector público en los sectores de energía y telecomunicaciones, asociados al otorgamiento de garantías a las inversiones privadas. En relación con este aspecto, se promulgaron normas legales orientadas a asegurar la medición y presupuestación adecuadas de los riesgos asumidos por el gobierno y las empresas del sector público al otorgar dichas garantías (Ley 448 de 1998). En conjunto con el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo, se analizó igualmente la posibilidad de crear nuevos servicios de financiamiento para los proyectos privados de infraestructura.

Los resultados obtenidos fueron extraordinarios. Aunque las expectativas del Plan sólo se concretaron parcialmente, las inversiones en infraestructura se incrementaron en forma vigorosa, de 2,9% del PIB en 1991-1994 a 4,6% en 1995-1998, lo que colocó a Colombia en la categoría de países con inversiones relativamente altas en infraestructura según los patrones internacionales (véase el Cuadro 7). Este incremento obedeció fundamentalmente a las inversiones privadas y benefició a todos los sectores (Gráfico 7). Debido a las limitaciones fiscales, las inversiones en transporte fueron inferiores a las metas establecidas. La atracción de inversiones

## Gráfico 7. INVERSION EN INFRAESTRUCTURA



Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

privadas a este sector también fue más difícil que lo que se previó originalmente. Por lo tanto, en comparación con los niveles internacionales, el sector de transporte siguió mostrando un cierto rezago. Asimismo, en 1998 se produjo una brusca contracción de las inversiones del sector público en este sector, debido a las medidas de ajuste fiscal, pese a lo cual las inversiones totales en infraestructura de transporte siguieron siendo más elevadas que los registros históricos existentes hasta 1994.

La expansión de la cobertura de los servicios públicos fue uno de los resultados de las elevadas inversiones en infraestructura (véase el Cuadro 5). Se reflejó, en particular, en el auge de los servicios de telecomunicaciones; la extensión acelerada de la red de gas; el aumento notable de la capacidad de generación termoeléctrica, que ha reducido la dependencia de los servicios de electricidad de las condiciones climatológicas (lo que quedó confirmado durante el reciente fenómeno de El Niño); y la mejor conservación y mantenimiento de la red vial nacional (de acuerdo con las encuestas realizadas por INVIAS, el porcentaje de carreteras nacionales en buenas condiciones aumentó de 37% a 76%)<sup>37</sup>.

Como lo hemos señalado, uno de los principales diagnósticos del Plan Nacional de Desarrollo era que la insuficiencia de capital humano e infraestructura se había convertido en una restricción importante al crecimiento económico de Colombia. Por lo tanto, los progresos en estas dos áreas representan un gran avance. En algunos ámbitos, entre otros en lo que respecta a las condiciones para la realización de inversiones privadas en infraestructura, el país ha llegado a ocupar una posición de vanguardia a nivel regional. Por lo tanto, entre las tareas más importantes que se les plantean a las autoridades fiscales en el futuro cercano, se encuentran el diseño de un programa gradual de ajuste que no sacrifique los logros cuantitativos en estas áreas; el incremento simultáneo de la eficiencia del gasto social y del gasto en infraestructura -ya que será prácticamente imposible contar con nuevos recursos fiscales para mejorar la cobertura y calidad de estos servicios-; y seguir estimulando las inversiones privadas en infraestructura sin incurrir en riesgos fiscales indebidos. Esto no parece imposible,

<sup>37</sup> En Departamento Nacional de Planeación (1998) se presenta una evaluación más detallada de estos temas.

dado el moderado coeficiente de endeudamiento público que tiene Colombia, el ajuste de los gastos ya iniciado, el aumento significativo de los ingresos

del sector público durante la década actual y la consolidación de mecanismos eficientes para atraer inversiones privadas en infraestructura.

## BIBLIOGRAFIA

- Banco de la República (1995), "Endeudamiento externo privado", Nota Editorial, *Revista del Banco de la República*, Santafé de Bogotá, mayo.
- Banco Mundial (1995), *Cómo responder al desafío de la infraestructura en América Latina y el Caribe*, Washington, D.C.
- Botero, Jesús, G. López, y Remberto Rhenals (1995), "Ahorro externo y ahorro interno: la financiación del crecimiento en el salto social", *Cuadernos del CIDE*, N° 1, marzo.
- Cárdenas, Mauricio y Felipe Barrera (1997), "On the Effectiveness of Capital Controls: The Experience of Colombia during the 1990s", *Journal of Development Economics*, vol. 54, No. 1, especial, octubre.
- Comisión de Racionalización del Gasto y de las Finanzas Públicas (1997), *El saneamiento fiscal, un compromiso de la sociedad*, Informe Final, Ministerio de Hacienda y Crédito Público, Santafé de Bogotá.
- DNP (Departamento Nacional de Planeación) (1998), "Plan Nacional de Desarrollo "El Salto Social": Logros y Retos", *Mimeo*, junio 23.
- \_\_\_\_\_ (1995), *El Salto Social. Plan Nacional de Desarrollo 1994-1998*, Santafé de Bogotá.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (1997), *La brecha de la equidad: América Latina, el Caribe y la Cumbre Social*, Santiago de Chile.
- Hernández, Antonio y Carolina Gómez (1998), "Ajuste fiscal: de la retórica a los acuerdos", *Mimeo*, Banco de la República.
- Ministerio de Hacienda y Crédito Público (1996), *La coyuntura y la política económicas*, julio.
- Montenegro, Santiago (ed.) (1997), *Los determinantes de la tasa de cambio real en Colombia*, Bogotá, Universidad de los Andes-Facultad de Economía-CEDE, Debates No. 1.
- Numpaque, Cielo María y Ligia Rodríguez (1996), "Evolución y Comportamiento del Gasto Público en Colombia, 1950-1994", *Banca y Finanzas*, No. 41, julio-septiembre.
- Ocampo, José Antonio (1997), "Evaluación de la situación fiscal colombiana", *Coyuntura Económica*, vol. 27, N° 2, junio.
- \_\_\_\_\_ (1995), "La estrategia económica del Salto Social», en Eduardo Lora y Cristina Lanzetta (comps.), *El Salto Social en discusión*, Santafé de Bogotá, Tercer Mundo-Fedesarrollo-PNUD.
- \_\_\_\_\_ (1992), "Reforma del estado y desarrollo económico y social en Colombia", *Análisis Político*, No. 17, septiembre-diciembre.
- Ocampo, José Antonio y Javier Gómez (1997), "Los efectos de la devaluación nominal sobre la tasa de cambio real en Colombia", en Montenegro (1997).
- Ocampo, José Antonio y Camilo Tovar (1997), "Flujos de capital, ahorro e inversión en Colombia 1990-1996", en Ricardo French-Davis y Helmut Reisen (comps.), *Flujos de capital e inversión productiva: lecciones para América Latina*, Santiago de Chile, McGraw Hill.
- Sánchez, Fabio, Mauricio Olivera y Manuel Fernando Castro (1995), "Evolución del sector público 1981-1994", *Planeación y Desarrollo*, vol. 26, N° 3, julio-septiembre.
- Urrutia Miguel (1995), "La estrategia de estabilización de la junta del Banco de la República 1991-1994", *Revista del Banco de la República*, marzo.

# Publicaciones de Fedesarrollo para la venta\*

| Título  | Precio en el exterior (US\$) | Precio en Colombia (\$) |
|---|------------------------------|-------------------------|
| <i>Economía opinión, 25 años</i> , H. G. Buendía, editor, Tercer Mundo Editores - Colciencias, 1995   | 37.00                        | 16.000                  |
| <i>Misión de Estudios del Mercado de Capitales</i> , Ministerio de Hacienda, Banco Mundial y Fedesarrollo, Tercer Mundo Editores, 1996  | 80.00                        | 43.000                  |
| <i>El Crecimiento Económico en América Latina</i> , M. Cárdenas, coordinador, Tercer Mundo Editores, Fedesarrollo, 1996   | 52.00                        | 31.000                  |
| <i>Inflación, Estabilización y Política Cambiaria en América Latina: Lecciones de los Noventa</i> . (1997), M. Cárdenas, S. Edwards, coordinadores, Santafé de Bogotá, Fedesarrollo, Nber, Colciencias - Tercer Mundo Editores. | 54.00                        | 36.000                  |
| <i>Petróleo Sector Exportador</i> . Fedesarrollo, Analdex   | 78.00                        | 43.000                  |
| <i>Empleo y Distribución del Ingreso en América Latina</i> . M. Cárdenas Santa María.   | 80.00                        | 51.000                  |
| <i>Impacto de la Deuda Externa en América Latina</i> . C. López Montaña.  | 60.00                        | 41.000                  |
| <i>Tasa de Cambio en Colombia</i> . M. Cárdenas, Cuadernos de Fedesarrollo No. 1, 1997  | 22.00                        | 18.000                  |
| <i>Los Dólares del Narcotráfico</i> . R. Steiner, Cuadernos de Fedesarrollo No. 2, 1997   | 22.00                        | 18.000                  |
| <i>Perspectivas de la Industria Aseguradora</i> . N. Salazar, S. Zuluaga, Cuadernos de Fedesarrollo No. 3, 1998   | 22.00                        | 18.000                  |
| <i>Salud, Educación y Desempleo Diagnóstico y Recomendaciones</i> . M. Reina, D. Yanovich, Cuadernos de Fedesarrollo, No. 4, 1998   | 22.00                        | 18.000                  |
| <i>Infraestructura, Orden Público y Relaciones Internacionales</i> . M. Reina, D. Yanovich, Cuadernos de Fedesarrollo, No. 5, 1998  | 22.00                        | 18.000                  |
| <i>Cinco Ensayos sobre Tributación en Colombia</i> . R. Steiner, C. Soto, D. Pizano, Cuadernos de Fedesarrollo, No. 6, 1999   | 22.00                        | 18.000                  |
| <i>Instituciones e Instrumentos de la Política Cafetera en Colombia</i> . R. Junguito, D. Pizano, Fedesarrollo - Fondo Cultural Cafetero  | 36.00                        | 30.000                  |
| <i>Private Capital Flows to Developing Countries</i> . Banco Mundial  | 48.00                        | 36.600                  |
| <i>Latin América After a Decade of reforms</i> . Banco Interamericano de Desarrollo   | 42.00                        | 30.000                  |
| <i>Colombia y la Economía Mundial 1820-1910</i> . J. A. Ocampo  | 42.00                        | 30.000                  |
| <i>The Colombian Economy</i> . Fedesarrollo, Federación Nacional de Cafeteros   | 30.00                        | 14.000                  |
| <i>Progreso Económico y Social en América Latina</i> . Banco Interamericano de Desarrollo   | 58.00                        | 51.000                  |
| <i>Corrupción Crimen y Justicia</i> . M. Cárdenas, R. Steiner, Compiladores, Tercer Mundo Editores, Fedesarrollo, Lacea y Colciencias, agosto 1998  | 39.00                        | 30.000                  |
| <i>Pobreza y Desigualdad en América Latina</i> . M. Cárdenas, N. Lustig, Compiladores, Tercer Mundo Editores, Fedesarrollo, Lacea y Colciencias, enero 1999   | 39.00                        | 30.000                  |
| <i>Economía Política de las Finanzas Públicas en América Latina</i> . M. Cárdenas, S. Montenegro, Compiladores, Tercer Mundo Editores, Fedesarrollo, Lacea y Colciencias, enero 1999  | 39.00                        | 30.000                  |

\* Válida hasta diciembre 31 de 1999

**Nota.** A nivel nacional: si cancelan con cheques de otras plazas, favor incluir \$4.000 por concepto de transferencia bancaria. Los cheques deben ser girados a nombre de Fedesarrollo.

# La regulación de los fondos de pensiones en América Latina: reseña y lecciones de la experiencia<sup>1</sup>

---

*Ulpiano Ayala O.<sup>2</sup>*

## I. INTRODUCCION

El sistema pensional vigente en Chile lleva ya 17 años en funcionamiento. Argentina, Chile, Colombia y Perú tienen experiencias de cinco o más años con sus reformas de los sistemas de pensiones. México, Bolivia y El Salvador ya llevan entre dos y tres años de haber puesto en marcha los nuevos regímenes, y Venezuela aprobó una ley de reforma todavía por implementar. Todos estos sistemas están basados en la capitalización individual. Reformas del mismo tipo están en trámite en otros países de la región, como Nicaragua y Ecuador, y han llegado hasta Hungría, bajo la influencia alcanzada por el modelo "chileno" y sus derivados.

Este trabajo se basa en la experiencia de los sistemas regulatorios empleados en los siete países latinoamericanos con sistemas en funcionamiento<sup>3</sup>. Se

ocupa de los tradicionales asuntos de regulación prudencial y regulación paternalista, así como de temas más amplios y controversiales tales como los que resultan de los aspectos estructurales de las reformas, que determinan el entorno y el marco dentro de los cuales operan los fondos de pensiones y sus administradores, los que afectan el sector, y los que tienen que ver con las inversiones, la valoración, garantías de rentabilidad mínima y estatales.

Las comparaciones entre estos países, así como la confrontación entre filosofías regulatorias, se emplean en este artículo para elaborar una lista de los principales dilemas regulatorios que enfrenta el país que quiera hacer una nueva reforma, o que quiera mejorar lo que ya ha hecho, así como para

---

<sup>1</sup> Versión revisada de un trabajo presentado en la Conferencia Lacea, octubre 4 de 1997, en Bogotá Colombia. Se agradecen los comentarios de Salvador Valdés, y de los participantes en el simposio.

---

<sup>2</sup> Investigador Asociado de Fedesarrollo. El autor estaba vinculado a la Universidad de los Andes cuando escribió la primera versión de este artículo.

<sup>3</sup> Uruguay tiene un sistema complementario que ofrece una opción de capitalización individual, y que solo contribuye marginalmente a la formación de las pensiones de quienes la escojan.



pensar en la evolución y en la sucesión de reformas a lo largo del camino de desarrollo de los nuevos sistemas reformados.

Entre estos asuntos principales se encuentran: i) la naturaleza y alcance de la reforma pensional, ii) la filosofía regulatoria (enfoque paternalista o del "hombre prudente", la autonomía de los reguladores, el balance entre fondos públicos y privados), ii) esquemas de afiliación y contribuciones: lo voluntario y lo mandatorio, afiliación individual o por grupos, etc., iv) barreras a la entrada, controles operacionales, tarifas y comisiones, v) límites a las inversiones, reglas de rentabilidad mínima y garantías estatales.

Las lecciones derivadas de la reseña de experiencias y de las "mejores prácticas regulatorias" se clasifican y dirigen a los potenciales usuarios de las recomendaciones: i) países pequeños, ii) países medios y grandes que no han reformado (como Brasil)), iii) las tareas pendientes en los países recientemente reformados (Bolivia, Colombia, Perú y México), iv) la frontera de la reforma (Chile).

## **II. EL MODELO BASICO DE REGULACION "DRACONIANA" EMPLEADO EN AMERICA LATINA: ALCANCE, RACIONALIDAD, LIMITACIONES Y ALTERNATIVAS**

Las reformas pensionales latinoamericanas reseñadas en este trabajo presentan grandes similitudes en cuanto al mecanismo de ahorro y seguros, las entidades que lo administran (AFPs) y el régimen e instituciones regulatorias, aspectos en los cuales se sigue básicamente el modelo chileno con variantes discutidas luego, ya que primero interesan las afinidades en los mecanismos de ahorro y seguros y en los administradores privados, que a su vez conducen a la unanimidad regulatoria. Por otra parte, las reformas difieren en mucho mayor grado en

cuanto a la manera como se sustituirán eventualmente los sistemas antiguos de reparto y la manera como se articulan los pilares, aspectos que afectan el entorno en el cual se desempeña la regulación y la manera como ésta se efectúa, y sus efectos y perspectivas<sup>4</sup>.

### **A. Regulación draconiana**

Las reformas de interés han empleado un enfoque uniforme "draconiano" a la regulación de los fondos privados de pensiones, que reglamenta y supervisa casi todos los aspectos de su operación, en contraste con el enfoque del "hombre prudente", que caracteriza los países angloamericanos<sup>5</sup>. En ambos casos se administran básicamente fondos mutuos, pero compuestos en el caso latinoamericano por ahorros forzados de la seguridad social, y en el otro caso por ahorros voluntarios complementarios.

La principal justificación del enfoque "draconiano" ha sido el desarrollo de nuevos sistemas obligatorios, reemplazando antiguos sistemas de reparto en crisis, en países con sistemas financieros disfuncionales y poco desarrollados. Las regulaciones "draconianas", particularmente en Chile, obedecieron a: i) el carácter obligatorio del sistema, ii) la carencia inicial de un mercado de capitales fuerte y transparente, iii) la falta de familiaridad de los trabajadores con

---

<sup>4</sup> Una descripción de las primeras reformas se encuentra en: BID, Economic and Social Progress in Latin America: 1996 Report, Capítulo 7: "Pension reform", páginas 185 a 206, Washington, 1996. Ver también: H. Bertín y A. Perotto, Los Nuevos Sistemas de Pensiones en América Latina, FIDES & Fasecolda, 1997; y O. Mitchell y F. Barreto, "¿After Chile, what? Second round social security reforms in Latin America", Revista de Análisis Económico, Noviembre de 1997, páginas 3 a 36.

<sup>5</sup> Caracterización debida a D. Vittas, en "Regulatory controversies of pension funds", trabajo presentado en la Conferencia "Pension systems: from crisis to reform", EDI- Banco Mundial, Noviembre de 1996, Washington D.C.

los instrumentos del mercado de capitales, iv) las garantías requeridas por los trabajadores, v) para evitar que los administradores de los fondos se expusieran a riesgos excesivos sabiendo que hay garantías públicas (riesgo moral), vi) la necesidad de tranquilizar a los trabajadores respecto a un cambio de régimen pensional, vii) la importancia de evitar fallas y evitar sorpresas desagradables que pudieran restar apoyo a la reforma.

Las características principales del modelo regulatorio "draconiano" son las siguientes<sup>6</sup>:

- ❑ Obligación de afiliación en cabeza de los trabajadores individuales, que solo pueden escoger administradora y aseguradora, y la modalidad de pensión;
- ❑ Las administradoras requieren autorización pública, son completamente especializadas en este negocio y no se admiten otros intermediarios financieros, y solo manejan una cuenta por trabajador, y un fondo por administradora;
- ❑ Regla uniforme de tarificación y comisiones cobradas por administración, y predeterminación de los tipos de tarifas y comisiones admisibles (aunque no los niveles);
- ❑ Límites a las inversiones, en cuanto a los instrumentos y las concentraciones por emisor;
- ❑ Requisitos de rentabilidad mínima;

---

<sup>6</sup> En algunas ocasiones la regulación draconiana ha impuesto aún mayores restricciones, pero con carácter inicial y temporal, mientras se logra algún grado de desarrollo del mercado o de la regulación. Ejemplo: en Bolivia solo habrá dos administradoras durante los cinco primeros años, y los afiliados pueden escoger entre ellas solo en cuatro ciudades. Sobre el caso boliviano, ver: H. Von Gersdorff, *Pension Reform in Bolivia*, Policy Research Working Paper 1832, World Bank, 1997.

- ❑ Garantías últimas estatales sobre la rentabilidad y las pensiones mínimas;
- ❑ Entidad supervisora especializada, autónoma, y con fuertes poderes reglamentarios, además de los de vigilancia y control.

A lo cual se añaden con alguna frecuencia:

- ❑ Limitaciones o prohibiciones a las inversiones en el extranjero
- ❑ Requisitos de calificación para los instrumentos
- ❑ Exigencia de inversiones mínimas en títulos públicos<sup>7</sup>

Por supuesto, a ello se suman otras regulaciones, principalmente de tipo "prudencial", que son compartidas con otros tipos de regulación como la del "hombre prudente": capital mínimo, protección de los inversionistas contra fraude y conflictos de interés, calidad de la información, etc.<sup>8</sup>

Este tipo de regulación es el que se ha impuesto generalmente sobre el manejo de los ahorros pensionales voluntarios: permite más escogencias individuales (por ejemplo entre pensiones definidas por beneficios o por contribuciones), erige menores barreras de entrada, no obliga especialización de

---

<sup>7</sup> Esta exigencia es contraria a los fundamentos básicos del modelo, puesto que implica un retroceso a la inversión controlada por el gobierno, pero se ha impuesto (e.g. temporalmente en México) a la sombra del espíritu draconiano de este tipo de regulaciones, y bajo el pretexto de financiación del costo fiscal de la transición.

<sup>8</sup> El enfoque del "hombre prudente" busca asegurar que efectivamente se realice el plan ofrecido de inversiones, y asegurar la calidad de la información al inversionista. Se interviene para asegurar buenos administradores de inversiones, y no para injerir en lo que éstos hacen.

los intermediarios, permite a los administradores manejar múltiples fondos y a los ahorradores tener varias cuentas, permite segmentaciones de mercado y reglas diferenciadas de precios, no procura dirigir las inversiones ni impone rentabilidades mínimas, y rara vez otorgan garantías estatales.

Aunque ha sido claro que el modelo regulatorio "draconiano" ha obedecido a las limitaciones iniciales de los mercados y de las autoridades regulatorias, y que se han efectuado importantes modificaciones que lo han ido flexibilizando, ha sido copiado en lo esencial en casi todas partes sin variaciones radicales, ha sido difícil cambiarlo, y las innovaciones parciales han tenido aún poco desarrollo. Realmente, ha habido más variaciones en torno a la arquitectura de los sistemas pensionales, que alrededor de la regulación de los mismos.

## **B. Alternativas**

Esto es sorprendente, habida cuenta de la gran variedad de opciones pensionales, y de administración de las mismas, y por lo tanto, también de posibilidades de regulación. Es sabido que en materia de sistemas financieros y de regulación de los mismos no hay consenso sobre ventajas predominantes de los mercados de capitales intermediados vrs. no intermediados, sobre sistemas financieros jerarquizados vrs abiertos, y por lo tanto sobre los lugares y mecanismos apropiados para las inversiones pensionales y papel de los inversionistas institucionales, y en correspondencia con ello, sobre la forma más adecuada de regulación. Este trabajo propende por la revisión crítica y la evaluación de los sistemas regulatorios de los sistemas pensionales, puesto que no parece haber razón para la unanimidad ni para la inflexibilidad observadas.

En materia pensional puede recordarse que la modalidad de capitalización individual es solo una

entre múltiples formas de arquitecturas multipilares que efectúan una adecuada división de las funciones básicas de protección contra riesgos de vejez y asociados: redistribución, ahorro y aseguramiento. Baste mencionar que esquemas de capitalización organizados a partir de las empresas son los que predominan en muchos países avanzados, y que en ellos también se prefiere a menudo el ahorro voluntario incentivado tributariamente en lugar de imponer altas metas de ahorro forzoso. En los sistemas de capitalización individual, las garantías estatales contra la pobreza asumen varias formas, desde las pensiones básicas universales hasta los seguros de pensiones mínimas, y ello incide en los incentivos para la regulación financiera y de seguros. Correspondiendo con ello, la regulación debería adoptar formas bastante diversas. La regulación se debería apreciar como correspondiente al entorno de protección social, y habría de preverse su evolución de acuerdo con la de dicho entorno y la de los mercados de capitales. La regulación de los fondos se debería adecuar también a la etapa de transición de las reformas pensionales, y no solo al tipo de administradoras o de mercado de capitales.

## **C. Limitaciones generales de la regulación "draconiana"**

Este tipo de regulación presenta en principio limitaciones que se deben comparar con sus ventajas para las etapas iniciales de desarrollo de los sistemas pensionales en países con mercados de capitales poco desarrollados. Se presenta primero una visión general inicial, que será desarrollada en secciones posteriores sobre cada uno de los dilemas regulatorios encontrados en la experiencia latinoamericana reciente.

Un sistema de capitalización individual traslada buena parte de los riesgos a los afiliados. Por lo tanto, el riesgo principal es *la volatilidad de los retornos*

de las inversiones. Esta es la razón por la cual se impone una regulación que limita las inversiones aceptables, exige garantías de funcionamiento en términos de rentabilidad, cierra los administradores potenciales y delimita sus actividades y formas de cobro de sus servicios, bajo el pretexto de proteger los ahorros forzados frente al subdesarrollo del mercado y al potencial de abuso de los administradores, así como por la necesidad de ofrecer garantías estatales mínimas para evitar la caída en la pobreza.

Compárese dicha situación con la que prevalecería si se tratara de *ahorro voluntario*, y donde sean mucho menores por razones de nivel de desarrollo, los riesgos de volatilidad y de pobreza. Esta comparación es la que permite una primera aproximación a los costos de la regulación draconiana<sup>9</sup>.

El efecto principal de las restricciones a las inversiones es el de estrechar la frontera de posibilidades "riesgo-retorno", y por lo tanto es reductor del bienestar. Para evitarlo, el regulador debería replicar la más amplia frontera entre las posibles, pero ello lo haría mejor el administrador privado, que es el que conoce y actúa en el mercado. Por otra parte, es seguro que las preferencias de los individuos respecto al riesgo evolucionan y varían de acuerdo con la edad, la riqueza, la salud, la ocupación y el estatus laboral y la evolución del universo de inversiones posibles, y por ello las restricciones a las inversiones, directas o vía exigencia de rentabilidad mínima, no tienen porqué beneficiar a la mayoría, y siempre habrá numerosos perjudicados.

En segundo lugar, hay riesgo de que el administrador optimice algún objetivo diferente al del inversionista, o sea que también hay un *problema de agencia*. Las medidas requeridas para proteger al inversionista de los problemas de agencia han de ser adecuadas a cada posibilidad de abuso o fraude: privilegiar transacciones personales sobre las del fondo, manipulaciones de precios, transacciones privilegiadas con partes relacionadas, etc. A menos que se crea que dicho tipo de problemas se concentra en determinado tipo de instrumentos de inversión, no hay porqué creer que estos problemas se resuelven mediante limitaciones a las inversiones. Pero si este fuera el caso, las reglamentaciones deberían aplicarse no solo a los administradores de los fondos de pensiones, sino a todos los administradores de inversiones, como los fondos mutuos. La aplicación de estándares diferentes en materia de elegibilidad, requisitos de capital, gobernabilidad corporativa, revelación de información, y similares, conduce a arbitrajes inducidos por la regulación. Lo que demandan los problemas de agencia en los países en desarrollo es una mejor regulación prudencial sobre todos los intermediarios.

Por supuesto no se trata de argumentar tampoco que la regulación del ahorro pensional obligatorio debería limitarse solo a la que existe para los sistemas voluntarios y sin garantías estatales. Sí se requiere, sobre todo *supervisión especializada* e imposición de ciertos mínimos adicionales a los de los demás fondos de inversión y seguros, así como procedimientos especiales de salvamento. Lo que se persigue es que la regulación no añada riesgos adicionales a los del mercado.

La creencia en que las inversiones de los fondos de pensiones son muy especiales ha conducido a impedir el acceso al manejo del ahorro pensional obligatorio a otros intermediarios, y hasta discriminarlos o excluirlos del manejo del ahorro voluntario

---

<sup>9</sup> Nótese que se trata de una aproximación de primer orden. La restricción de obligatoriedad de los ahorros implica que en verdad se requiere un análisis de optimalidad de segundo orden, que en principio podría conducir a que la solución restringida por el regulador, en cuanto a las inversiones, sea superior a la irrestricta. Esto requeriría sin embargo a su vez, un regulador benévolo y omnisciente, o sea un mundo sin problemas de información ni de agencia.

complementario, y por lo tanto a proteccionismo de las AFPs y a limitaciones a la competencia, que reducen los incentivos para la eficiencia y generan comportamiento de búsqueda política de rentas.

A menudo colabora a ello la estructura de las comisiones. Los fondos de pensiones obligatorias, por alimentarse con cotizaciones cobradas como impuestos de nómina, típicamente derivan las remuneraciones para los administradores de las inversiones de comisiones cobradas como porcentaje de los salarios asegurados. En contraste con ello, la comisión típica del administrador de un fondo mutuo voluntario es un porcentaje de los recursos administrados. Ello implica que en los años iniciales, y a menudo por largos plazos, las rentabilidades netas son bien inferiores a las brutas. Ello resulta perjudicial para los afiliados que no tienen otra opción de pensiones, y para el sistema de capitalización administrado por las AFPs, cuando tiene que competir con los sistemas públicos de reparto. Así se estimulan formas de competencia basadas en inversiones promocionales, en lugar de competencia por retornos netos a los afiliados o de competencia por productos<sup>10</sup>. Ello puede provocar, entre otros, actividades para provocar traslados, que encarecen la gestión de las AFPs.

---

<sup>10</sup> La competencia mediante esquemas costosos de comercialización no es debida exclusivamente a que las comisiones se cobren como porcentaje de los salarios asegurados. La combinación de la obligatoriedad de las contribuciones y el tipo de producto ofrecido puede de por sí tender a generar principalmente equilibrios competitivos de alto costo y alto precio de administración, por sobre los de bajo costo y precio. Una competencia basada en comisiones por administrar fondos de inversión con base en el tamaño de estos, y en precios flexibles respecto a cada uno de los servicios ofrecidos, restringiría casi completamente las posibilidades para equilibrios de alto costo y precio. Véase al respecto, S. Valdés, "Administrative Costs in a Privatized Pension System", trabajo presentado en la Conferencia "Pension System Reform in Central America", organizada por el Harvard Institute for International Development, Cambridge, Mass., U.S.A., Julio de 1998.

## **D. Perspectivas**

Las observaciones anteriores conducen a afirmar que la regulación draconiana no podría tener más que justificación temporal, debería ser muy específica a cada conjunto de condiciones iniciales, y siempre tiene riesgos de desfase frente a la evolución del sistema pensional, del mercado de capitales, y de la cobertura y la evolución de la población afiliada y protegida. La regulación debería evolucionar entonces hasta convertirse principalmente en prudencial.

El negocio de la administración de fondos de pensiones no tiene porqué restringirse siempre a empresas especializadas, ni estas tienen porqué ofrecer siempre una sola posibilidad de inversión en un solo fondo garantizado en su rentabilidad mínima, ni hay porqué forzar reglamentariamente diversificación de las inversiones. La autoridad no tiene porqué ir siempre más allá de la supervisión prudencial, y en tal caso tampoco se justifica que haya de ser permanentemente especializada y aislada del resto de la supervisión financiera.

## **III. LAS EXPERIENCIAS LATINOAMERICANAS FRENTE A LOS PRINCIPALES ASUNTOS REGULATORIOS**

### **A. La estructura de los sistemas reformados, especialmente durante la transición**

El entorno de la regulación está determinado por el sistema pensional adoptado. Aunque estas reformas han implantado sistemas de capitalización individual que a la larga asumirán el papel principal en la formación de pensiones obligatorias, se han combinado con sistemas de reparto -formal o prácticamente- transitorios o complementarios, y en algunos casos hasta competitivos con el sistema de ahorro. Dicha combinación puede afectar significativamente el ambiente y los resultados de la regulación

de los fondos de pensiones y de las administradoras y aseguradoras.

En Bolivia, Chile, México y el Salvador se eliminan (a la larga o inmediatamente) los sistemas de reparto, y no hay competencia con los fondos de capitalización individual. Pero en Colombia y Perú rige una competencia formal entre los subsistemas de reparto y de ahorro, y en el primero de estos países los afiliados pueden hasta migrar solo con restricción de frecuencia entre ellos. En estos casos, la regulación cubre explícita o implícitamente a los sistemas públicos y arbitra la competencia con el sector administrado privadamente<sup>11</sup>. El subsistema público disfruta generalmente de mayores garantías estatales implícitas, o aún explícitas en forma de ventajas de beneficios esperados garantizados. En el caso Colombiano, ello llega hasta a permitir una posibilidad de especulación (o "riesgo moral") contra todo el sistema y a costa del fisco: ya que el afiliado puede incorporarse a los fondos para trasladarse al final al sistema público de reparto si éste le reporta mayor reemplazo, ante lo cual sería impotente la regulación<sup>12</sup>.

En todos los casos las garantías estatales para pensiones, mínimas o substitutivas, afectan vía incentivos el negocio de administración de pensiones y su regulación. Las garantías para complementos de pensiones mínimas reducen el incentivo de los afiliados pobres para buscar el mejor administrador de

sus fondos. Las garantías para pensiones substitutivas, particularmente bajo formas como las pensiones complementarias argentinas o la opción mexicana abierta a la generación de transición (escoger entre la pensión resultante de la capitalización o la del antiguo régimen de reparto), disminuyen el interés de los miembros de este grupo por los rendimientos de los fondos. Ello demandaría aún mayor cuidado o tutela sobre éstos, particularmente durante los primeros años de la transición.

El alcance mismo de la regulación puede verse afectado por la forma de la transición. El caso colombiano es ilustrativo de una reforma que a la vez que procura la sustitución del reparto por un sistema de capitalización, también realiza una ambiciosa reforma del sistema pensional del sector público, en un medio descentralizado fiscal y administrativamente. Ello ha llevado a que una parte de las tareas de la autoridad regulatoria sea la de supervisar el proceso de liquidación de las funciones pensionales de las entidades previsionales regionales para el sector público (cerca de 900), y la emisión y garantía de títulos de deuda (bonos pensionales) que acompañan el tránsito de afiliados hacia el sistema público centralizado o hacia los propios fondos pensionales. El éxito de los fondos también depende de estas labores de supervisión durante la transición.

Otra dimensión del comportamiento de los sistemas pensionales que puede afectar significativamente el mercado, y por lo tanto la regulación y su eficacia es el régimen adoptado respecto de los trabajadores independientes. Sólo Argentina ha optado hasta ahora por hacer obligatoria la afiliación para esta clase de trabajadores. Es un grupo a su vez muy heterogéneo, ya que comprende tanto trabajadores del sector formal (profesionales) como informal, y dentro de éste quienes apenas sobreviven en ello como alternativa al desempleo y quienes encuentran así una alternativa de empleo más atractiva que el

---

<sup>11</sup> En Argentina también hay competencia entre los fondos de capitalización individual y el sistema de reparto en el pilar que se alimenta con las cotizaciones del 11% a cargo de los trabajadores. El sistema de reparto es a la vez complementario, en cuanto provee las pensiones mínimas a todos los afiliados al sistema de capitalización y las pensiones complementarias a los de la generación de transición.

<sup>12</sup> También habría posibilidad de «corridas» masivas entre subsistemas.



formal. La afiliación indiscriminada de independientes, bien sea por obligatoriedad formal pero con selectividad efectiva, o por la oferta de garantías estatales para afiliados voluntarios, puede generar serios problemas de selección adversa y de favorecimiento de los más pudientes a expensas de los más pobres. A las AFPs y la regulación de las mismas les afectan mayores incidencias de invalideces y sobrevivencias, y mayores primas de seguros, y se pueden inducir técnicas veladas de discriminación contra esta clase de afiliados.

La experiencia de otros subsistemas de seguridad social, como el de salud, en los cuales se ha implantado la obligatoriedad para independientes, enseña que ello puede elevar notablemente el nivel de fraude por los afiliados, el costo de administración y regulación y hasta la propia viabilidad financiera del sistema, así como casi siempre se llega a una distribución final del ingreso más regresiva que la que se había querido lograr con dicha imposición.

## **B. La "filosofía" y el alcance de la regulación**

Como se mencionó en la segunda parte de este artículo, la regulación "draconiana" ha prevalecido ampliamente en las reformas realizadas hasta el momento en América Latina, quizá porque en todos los casos se ha partido de mercados de capitales poco desarrollados. En esta sección se señalan las diversas variantes y las formas en las cuales se ha comenzado a flexibilizar la regulación, en el caso chileno por madurez del sistema, y en los demás por reconocimiento de condiciones iniciales y perspectivas diversas. Pero lo esencial permanece básicamente paternalista y "draconiano", y las instituciones regulatorias y los intereses de las propias AFPs lo mantienen así.

Las reformas colombiana (1993) y mexicana (1997) han permitido eventual manejo de más de un fondo

por administradora. En el caso colombiano ello se permite a partir de cuando el afiliado acumule más de lo necesario para una pensión mínima, y en tal caso puede asignar los excesos a más de un fondo de ahorro, o aún para comprar productos pensionales de beneficio definido; y como no hay garantías de rentabilidad ni de pensión mínima, tampoco se imponen límites de inversión que dirijan la diversificación. La ley mexicana prevé la creación de dos fondos, uno orientado a acciones y otro a renta fija, manejados por cada administrador, aunque se inicia solo con el último. En las reformas mexicana y boliviana se ha eliminado el requisito de rentabilidad mínima de los fondos. Pero el espíritu draconiano sobrevive en toda la región a través de la especialización de las AFPs en el manejo de los fondos de pensiones y la prohibición a otros intermediarios para entrar en ese mercado, la exigencia de comisiones fijadas uniformemente, y la supervisión por un ente autónomo y separado que establece reglas especiales para las pensiones. En Colombia y Bolivia la Supervisión se realiza a través de la rama especializada de la Superintendencia para Bancos y el Sector Financiero<sup>13</sup>.

La filosofía de la regulación de fondos de pensiones también adopta posiciones respecto a la competencia entre administradoras públicas y privadas en los países en los cuales la legislación ha favorecido la presencia del sector público en el negocio de AFPs. En México el IMSS tiene una administradora, y en Argentina se estableció la del Banco de la Nación Argentina inicialmente con ventajas de garantías estatales, luego dejadas de lado. La legislación colombiana también contempla la posibilidad

---

<sup>13</sup> La propuesta gubernamental inicial al congreso colombiano permitía que las fiduciarias y capitalizadoras también pudieran administrar fondos de pensiones. Pero ello no fue aceptado, en parte por el cabildeo de las AFPs, y por la opinión entonces preva-  
leciente que ello era inconveniente.

de administradora pública que no se ha materializado, así como impone requisitos de democratización del capital de todas las AFPs para participación de los sectores "solidarios" (sindicatos, cooperativas y similares), lo cual tampoco ha tenido lugar.

A pesar que casi siempre se estipula que las AFPs públicas se rigen por la misma regulación que las privadas, es indudable que gozan de garantías implícitas estatales diferentes, y se les confían labores que implicarían ventajas competitivas para el enganche de trabajadores de ciertos sectores, como el público. Aunque la posibilidad de AFPs públicas ha sido casi siempre una concesión política para hacer aprobar las reformas, y para evitar la imagen de la completa privatización de la seguridad social, y hasta ahora han tenido poco desarrollo, existe un enorme potencial para desequilibrar el campo de la competencia con las administradoras y aseguradoras privadas.

En Colombia, donde en principio continuarían compitiendo indefinidamente el régimen de reparto y el de capitalización individual, se ha previsto que la Superintendencia Bancaria, a través de su rama especializada de Pensiones, sea el ente supervisor de ambos subsistemas. Dicha entidad acaba así arbitrando la competencia entre ellos, lo que no debería ser tarea de un supervisor financiero; y a éste se le somete continuamente a determinaciones gubernamentales que también inciden en dicha competencia, asumiendo responsabilidades últimas por factores fuera de su control. En principio parecería razonable que un mismo supervisor vigile y controle todo el sistema bajo reglas uniformes, pero el desequilibrio entre administradores públicos y privados que operan en regímenes diferentes hace que ello sea prácticamente imposible, y hace que más bien se desvirtúe la labor general de dicho ente.

El último aspecto fundamental de la filosofía regulatoria es el de las competencias institucionales en esta materia. En principio, la reglamentación debe separarse de la vigilancia y control a cargo del ente supervisor, para que éste no se vea sujeto a presiones y a eventual "captura" regulatoria. Por todas las razones que se han aducido para evitar que el gobierno o las matrices de las AFPs se beneficien privilegiadamente de los recursos de largo plazo que éstas administran, también se debería procurar autonomía en la reglamentación y hasta de la supervisión respecto al gobierno. No obstante lo anterior, en casi todos los casos se ha preferido dar fuertes potestades reglamentarias al supervisor siempre que éste tenga bastante autonomía respecto del resto del gobierno, particularmente de Finanzas, como en Chile donde reporta directamente a la Presidencia; o éstas facultades normativas quedan en cabeza de Hacienda (y en algunas materias de Trabajo o Salud) y no de la Superintendencia de Pensiones. Solo en Colombia y en Bolivia se ha encargado de la supervisión a la Bancaria (que atiende todo el sector financiero y asegurador)<sup>14</sup>, y en los demás países se han creado o habilitado (como en México con la Consar) superintendencias especializadas para los fondos de pensiones.

### **C. Esquemas de afiliación y contribuciones**

Los fondos de pensiones por capitalización individual tuvieron origen en esquemas voluntarios, y solo tras las reformas latinoamericanas se han adaptado para ser obligatorios, para evitar que las

---

<sup>14</sup> En Colombia se está dando un fuerte proceso de universalización bancaria a través de filiales especializadas. También hubo que montar rápido la supervisión sin haber tiempo para crear un nuevo ente, para legitimar la reforma creándole clientela interesada antes que un cambio de administración pudiera revertirla. La Superintendencia colombiana también vigila y controla las administradoras del sistema público de reparto. Se ha creado una división especializada para pensiones.

personas impróvidas se vuelvan carga para la sociedad y para superar la miopía que impide ahorrar para la vejez y demás contingencias<sup>15</sup>.

Al forzar la obligación, también se establece quien es el responsable y contribuyente, el empleador o el trabajador. Los esquemas empleados en estas reformas han impuesto la afiliación personal del trabajador, en contraste con los mandatos instituidos vía empresas o grupos de ellas, o aún asociaciones gremiales de trabajadores.

Los esquemas basados en empresas han tenido larga tradición en muchos países avanzados, pero hasta ahora no en Latinoamérica; donde no podrían excluirse en el futuro, por ejemplo en las grandes empresas estatales brasileñas, y en colectivos gremiales para asociar y afiliar trabajadores independientes. Estos esquemas son menos transparentes y menos portables que los basados en las afiliaciones individuales, pero pueden reducir los costos de mercadeo y los costos administrativos de las empresas. Cuando las inversiones se realizan dentro de las empresas, también suelen ser menores los rendimientos, no hay transparencia y se dificulta enormemente la regulación.

Otra cosa es la reciente tendencia a establecer sistemas centralizados de información sobre afiliación y recaudos, aunque estos sean descentralizados vía sistema bancario o las propias AFPs, como se ha realizado en Argentina (vía tributaria) y México (con anterioridad a la reforma, en el Sistema de Ahorro para el Retiro, SAR, y después de ella vía IMSS). Ello puede reducir notablemente los costos administrativos para las empresas y facilitar el con-

trol del sistema por parte de la Superintendencia de Fondos, aspectos que se han considerado débiles y hasta desventajosos del sistema de capitalización individual implantado en los demás países, donde también se están contemplando sistemas de este tipo.

En todos los casos, excepto Chile, se ha mantenido la figura de aportes de empleadores y trabajadores, lo que tiene poco sentido económico, pero influye negativamente en la estructura de comisiones, y dificulta o distorsiona la regulación. El cargo de la totalidad de la contribución a los trabajadores requiere un aumento de sueldos por una vez, que se dificulta cuando coincide con aumentos en las cotizaciones y en determinadas coyunturas económicas, pero que probablemente no se ha efectuado en la mayoría de casos quizá también por parecer contrario a la tradición "tripartita" para la seguridad social.

#### **D. Los límites a las inversiones, las reglas de rentabilidad mínima y las reglas de valoración de activos**

La regulación típica involucra por un lado límites por instrumento, por grupos de instrumentos, por emisor, y reglas de valoración de activos, y por otra parte requerimientos de rentabilidad mínima de las inversiones, que se define en función de la rentabilidad promedia de los fondos<sup>16</sup>. Solo México y

<sup>15</sup> De ello se ha excluido usualmente a los trabajadores independientes, porque su propia actividad aporta (o no) su seguridad y no es posible prácticamente forzarlos a contribuir.

<sup>16</sup> Por ejemplo, en Chile se prescriben límites por tipos de instrumentos, requisitos de calificación para muchos títulos de renta fija, límites para invertir en títulos de un emisor, límites por emisión de un determinado papel, límites sobre la participación del capital del emisor en el sector. La inversión en acciones debe ponderarse por índices de liquidez y factores de concentración. Aunque los límites se han expandido, esta estructura ha tenido siempre un exceso de reglas por sobre las necesarias para alcanzar diversificación. Tampoco se puede invertir en nuevos instrumentos, hasta que hayan sido reconocidos y aprobados por la Superintendencia.

Bolivia han evitado este último tipo de regulación. En algunos casos, notablemente el chileno, ha sido difícil el cambio de la reglamentación de límites de inversión, y estos han llegado a ser restrictivos, particularmente en el área de las acciones, porque además se requiere que los papeles tengan clasificación aceptable.

Aunque sea deseable buscar la diversificación de las inversiones para reducir riesgos, no es seguro y ni siquiera esperable que ello se logre vía imposición de límites máximos de inversión por instrumentos. Los reguladores no tienen porqué conocer la frontera de posibilidades riesgo-retorno mejor que los administradores de los fondos, y por ello la imposición de estos límites resulta probablemente en la restricción de la misma, a expensas del bienestar de los inversionistas. Tampoco es posible tomar así en cuenta la diversidad de preferencias individuales debidas a edad, riqueza, ocupación y estatus ocupacional.

La limitación de este tipo que sí parecería ser razonable es la que se establece por ley para la inversión en títulos públicos, pero para evitar que el gobierno se financie con los recursos de las pensiones. Desde esta perspectiva resulta aún más inconveniente la exigencia de límite mínimo de inversiones en esta clase de papeles, como ha ocurrido en México, al menos durante el corto a mediano plazo. Toda otra exigencia de mínimos de inversión equivale a represión financiera y asignación forzada de crédito, y alterará los precios relativos de los papeles.

En realidad no ha sido frecuente que los límites mínimos de inversión por instrumentos resulten restrictivos, excepto por el famoso caso chileno para las acciones<sup>17</sup>. Por el contrario, lo que ha preva-

lecido ha sido una diversificación muy estandarizada, o sea con poca escogencia para los afiliados, por efecto de la exigencia de alcanzar una rentabilidad que esté dentro de una banda alrededor de un promedio del mercado pensional. Se fija usualmente un período de referencia de un año o más, para evitar comportamiento cortoplacista, y las fallas corren por cuenta del patrimonio del administrador y no del fondo administrado, para lo cual aquel ha de mantener una reserva. Por lo tanto, aunque la AFP persiga una estrategia de inversión de largo plazo, tiene que preocuparse también por el riesgo de no cumplir la meta de rentabilidad mínima que es de mucho menor plazo. Este riesgo se reduce invirtiendo en el portafolio promedio de la industria, y por lo tanto se induce un comportamiento de "rebaño", en el cual las AFPs acaban haciendo casi las mismas inversiones<sup>18</sup>. Por otra parte, se aumenta el riesgo sistémico en la medida que los portafolios se parecen y se concentran en pocos papeles<sup>19</sup>.

La restricción de rentabilidad mínima es fundamentalmente política, y puede ser muy difícil hacer aprobar una ley de pensiones que no la imponga. En algunos casos, como inicialmente (no ahora) en Colombia, se han impuesto más bien exigencias exógenas que implican que los fondos no pueden rendir menos que el mercado financiero. Cuando la banda es suficientemente ancha, ello puede ser apropiado, pero si el límite externo es apretado también acaba ajustándose al portafolio implícito el comportamiento de inversión de los fondos, y en

---

<sup>18</sup> Los coeficientes de variación de las participaciones de los diversos títulos en el portafolio de los fondos chilenos están bajo 0,2, con excepción de los instrumentos bancarios donde llega a 0,55.

<sup>19</sup> Otro factor notable de riesgo sistémico ha sido la clasificación de inversiones aceptables por una sola entidad, usualmente la propia Superintendencia, al inicio del Sistema.

---

<sup>17</sup> No se permitió inversión en acciones hasta 1985, hubo un tope del 30% hasta 1995, y ahora es de 37%.

tal caso puede ser más distorsionante que en el caso del promedio de los fondos.

Las AFPs también suelen quejarse porque mientras los excesos de rentabilidad favorecen a los afiliados, los defectos se cargan al patrimonio de las administradoras, y han buscado que se establezcan reservas temporales, dentro de los fondos, para que los superávits compensen los defectos.

También ha resultado difícil implantar la valoración de los portafolios a precios de mercado, por lo demás indispensable para que un sistema de este tipo tenga sentido económico. Los problemas principales residen en la distinción entre los horizontes de inversión y los plazos de los papeles, que inducen variabilidad a los rendimientos de los portafolios, debido a los cambios de valoración, lo cual agudiza el impacto de las exigencias de rentabilidad mínima y conduce además a que las inversiones se concentren en la renta fija de corto plazo.

Dado el aparente éxito de casi todos los nuevos sistemas de pensiones en términos de rentabilidades brutas reales y de cierta diversificación de los portafolios, y que la regulación ha evolucionado con los mercados de capitales, podría pensarse que las consideraciones anteriores serían pesimistas o alarmistas frente a la necesidad de evitar riesgos mayores. Como se verá luego, el rendimiento neto de comisiones para los afiliados no han sido tan bueno, y aún más, puede haber sido inferior al de permitir escogencia voluntaria de opciones de mercado, y por ello es posible que se requieran aún mejores resultados, que a su vez implicarían mayores riesgos, o sea una mejor frontera de posibilidades. En tal caso, los límites actuales a las inversiones y las exigencias de rentabilidad mínima que provocan comportamiento de rebaño de la inversión, definitivamente serían contraproducentes para los afiliados.

## E. Autorizaciones de empresas y operaciones

La regulación típica en los países analizados acá autoriza solo a empresas especializadas la administración de fondos de pensiones, y se requiere un capital mínimo, prueba de la capacidad técnica, y algunos seguros o garantías comerciales<sup>20</sup>. También se excluyen los demás administradores del negocio cercano de manejo de fondos de inversión. Los bancos y aseguradoras pueden intervenir a través de filiales, como lo puede hacer cualquier otro grupo.

Se ha mencionado ya que una de las más distintivas regulaciones ha sido la de "un fondo por trabajador" y "un fondo por AFP", de las cuales la segunda ha comenzado a ser flexibilizada (Colombia y México). A ello acompañan las restricciones contra la discriminación de los usuarios, que usualmente implican una sola política de precios y de trato para todos los afiliados. Estas restricciones ciertamente simplifican la regulación y facilitan alcanzar transparencia.

La combinación de la restricción a un solo fondo junto con las limitaciones a las inversiones y la exigencia de rentabilidad mínima resulta en excesiva restricción de las posibilidades y escogencias de los afiliados. También se limita así la competencia entre AFPs, que se convierte entonces en puramente promocional, siendo que sin semejantes restricciones se podría estimular ante todo la competencia por productos y perfiles riesgo-retorno. La posibilidad de tener más de un fondo por administradora y por afiliado está entre las más inmediatas salidas

---

<sup>20</sup> Las AFPs colombianas también pueden administrar fondos de cesantías (pagos de retiro) pero como patrimonios independientes de los fondos de pensiones, y con requisitos adicionales de capital y de reservas para garantizar rentabilidad.



para superar estas limitaciones, y no debería complicar demasiado la regulación, particularmente si se acompaña de eliminación de las restricciones de rentabilidad mínima para las demás opciones, manteniendo un fondo obligatorio para acumular lo que está sujeto a estas últimas restricciones, e impidiendo que se carguen al fisco las garantías de pensión mínima que podrían resultar del aumento del perfil de riesgo de las inversiones. Las reglas contra discriminación que imponen una sola política de precios también deberían flexibilizarse para acomodar los nuevos servicios a las necesidades particulares de los clientes.

Por supuesto, la apertura de opciones y levantamiento de restricciones de inversión y rentabilidad aumentará la demanda por regulación prudencial y la vigilancia de prácticas comerciales, lo cual podría no estar al alcance inmediato de algunas entidades supervisoras.

Las reglas que imponen una política uniforme de precios son también las que impiden descuentos por fidelidad a los fondos, que podrían reducir la alta rotación entre ellos, factor que ha elevado significativamente los costos y desviado la competencia hacia los servicios complementarios.

Por su parte, haber impedido el acceso de otros administradores de fondos mutuos y demás intermediarios especializados al negocio de la administración de pensiones también puede haber limitado la base comercial y la oferta en forma innecesaria, al menos en algunos países donde ha habido experiencia afín y relevante. Las barreras de entrada erigidas mediante la limitación del acceso de otros intermediarios han sido las más decisivas en la creación de un monopolio colectivo para el manejo de los ahorros pensionales, y se refuerzan mutuamente con las demás regulaciones draconianas.

En algunos países, como en Chile, hasta se ha exigido que la red comercial de las AFPs sea propia y separada de la del resto del sistema financiero, pero donde se ha permitido que dichas entidades puedan contratar los servicios y facilidades correspondientes se han obtenido interesantes economías de escala.

Bien puede pensarse en un escenario en el cual no sólo se permitan múltiples fondos por afiliado y administradoras, sino también acceso de otros tipos de intermediarios especializados al manejo de los fondos de pensiones por capitalización individual. Ello implicaría también bastante flexibilización de la política de precios<sup>21</sup>. Por supuesto, se elevarían los requerimientos de regulación prudencial, y hasta es posible que la reglamentación y la supervisión hayan de integrarse mucho más con la del resto del sistema financiero, asegurador y bursátil, hasta demandar posiblemente una sola entidad supervisora y/o mayor coordinación regulatoria.

## **F Comisiones y tarifas**

El modelo estándar de cobro de la gestión administrativa y remuneración de las AFPs ha sido el de

---

<sup>21</sup> Una propuesta de este tipo ha sido avanzada por H. Shah. Su "Sistema de Cuentas Personales de Retiro", se caracterizaría por: i) flexibilizar significativamente el régimen de inversión para los ahorros obligatorios, ii) permitir que los afiliados inviertan en varios fondos, iii) permitir que los bancos y aseguradoras altamente calificados y los fondos mutuos bien diversificados puedan ofrecer sus productos para ahorro pensional, y que mientras se desarrollan estos mercados puedan participar otros intermediarios en manejo de los fondos de pensiones, siempre que hubiera aprobación de los reguladores y se ejerza control para evitar discriminación en contra de los ahorradores forzados, iv) permitir solo comisiones variables basadas en los fondos administrados y no en los salarios, sin fijar los niveles, v) reducir o eliminar las garantías de rentabilidad mínima para el sistema obligatorio, delegando al primer pilar toda la responsabilidad de garantías de bienestar mínimo. Ver, H. Shah, "Toward better regulation of private pension funds", trabajo presentado en la Conferencia "Pension Systems: from Crisis to Reform", Washington D.C. Noviembre 21 de 1996, EDI/Banco Mundial.



una combinación de comisiones basadas en los salarios asegurados, más algunos cobros puntuales por servicios específicos.

Lo que más sorprende de este esquema, si se compara con lo que hacen los administradores de fondos con aportes voluntarios, es que éstos cobran ante todo según recursos administrados, sin perjuicio de otros cargos puntuales por servicios. Aquel sistema de comisiones y tarifas se deriva quizá de que sean "cotizaciones" obligatorias para seguridad social, que añaden costos a la nómina salarial de las empresas, y sobre las cuales se requiere alguna certidumbre. Este requisito se aumenta aún más cuando la cotización adquiere la común forma compartida porcentualmente entre empresarios y trabajadores, lo cual ha sido eliminado solo en Chile.

En dicho país, y en Argentina, se ha fijado una cotización para la cuenta de ahorro y se ha establecido la obligatoriedad de contribuir para los seguros de invalidez y muerte, y por supuesto se autoriza a la administradora a cobrar comisiones de ciertos tipos, pero sin fijar niveles ni la combinación de cargos aceptables. Ello ha dado lugar a competencia por comisiones y tarifas, así como con base en los seguros colectivos, pero ésta es restringida por el costo de las primas correspondientes. Otros países, como Colombia, se complican con el cobro de una cotización total fija proporcional al salario y gravado y repartida entre aportantes, de la cual se asigna una proporción fija a la cuenta de ahorro, y el resto remunera a la AFP y le permite pagar seguros de invalidez y muerte.

La queja en el primer caso es que las comisiones son altas a pesar de la competencia, porque ésta se conduce en términos de servicios y tácticas de ventas que no añaden a las pensiones. A ello se suman costosos procedimientos administrativos de las empresas, que deben atender afiliados en muy di-

versas AFPs con cobros diferenciados entre ellas. Cuando la comisión total cobrada en base al salario gravable es fija, se reducen estos últimos costos, pero el trabajador no se beneficia de la competencia, que también se conduce en los mismos términos promocionales sin añadir valor a las pensiones<sup>22</sup>.

La principal crítica que puede hacerse a este esquema de comisiones es la de que durante quizá un largo período inicial, las comisiones basadas en los salarios absorben una proporción desmesurada de los retornos de los fondos a los afiliados, si se le compara con lo que hubiera cobrado un administrador con base en los recursos administrados, porque éstos son inicialmente pequeños<sup>23</sup>. Se ha estimado, por ejemplo, que en los primeros cuatro años la rentabilidad neta al afiliado chileno (sin incluir seguros) fue negativa, y sólo todo el período 82-95 ha llegado apenas al 7,5% real mientras la rentabilidad bruta de los fondos fue de casi 16% real durante el primero de esos períodos y de 12,7% sobre todo el plazo considerado. Las rentabilidades netas obtenidas no son superiores a las del mercado, y en tal caso sería poco justificable forzar tanto ahorro por el sistema pensional obligatorio, y no habría incentivo para encausar a través del mismo el ahorro voluntario. Cuando el sistema de capitalización tenga que competir con el sistema público de reparto y beneficio definido, y además subsidiado, como ocurre en Colombia, ésta puede ser una desventaja decisiva.

---

<sup>22</sup> En Colombia se impusieron "seguros de participación" que deberían devolver los excedentes a las cuentas de ahorro de los afiliados y también se obliga a que los superávits totales de la comisión del 3,5% de los salarios se devuelvan en la misma forma. Por supuesto, todo esto se ha quedado en la letra de la Ley.

<sup>23</sup> La tarifa de este último tipo de administrador sería probablemente decreciente según dicho volumen de recursos, y por lo tanto a la larga tampoco diferiría mucho de la cobrada con base en el flujo de ingresos.

Por otra parte, no son los dueños de las AFPs quienes se benefician de esta situación, porque lo que se ha inducido han sido excesivos costos promocionales, sin beneficio para el afiliado. Las administradoras tienen así también un largo período inicial de pérdida, para capturar una fracción significativa de mercado que bien podrían perder más tarde si continuara este tipo de competencia. Todo esto refuerza a la larga las barreras de entrada y el comportamiento oligopólico de las AFPs.

Resulta algo difícil pensar en soluciones a este problema generado por las comisiones sobre salarios mientras se piense en fondos únicos alimentados por cotizaciones, ya que se obviaría sólo cobrando como los administradores de fondos voluntarios, sobre recursos administrados, lo que a su vez enfrentaría el principio de no discriminación de precios. Los perjuicios se aliviarían parcialmente en la medida que los fondos obtengan aún mejores rentabilidades brutas o perfiles retorno-riesgo mejor adaptados a los clientes, o sea liberando restricciones a las inversiones, permitiendo fondos y pensiones opcionales que estimulen la competencia por productos, en vez de basarse solo en el mercado directo. Las comisiones fijas (incluyendo seguros) basadas en los salarios ciertamente son aún más gravosas, y por lo tanto hay mejora si se convierten en variables<sup>24</sup>

Por su parte, conviene que los gastos incurridos por las administradoras por cuenta de decisiones libres de cada afiliado, puedan ser cobrados aparte y en

cada ocasión, y no como parte de las comisiones generales basadas en los salarios. Cuando éstas han sido fijadas, usualmente como parte del paquete que incluye las primas de seguros colectivos contra invalidez y muerte, hay muy poca transparencia, subsidios cruzados, técnicas discriminatorias y limitaciones arbitrarias de servicios por parte de las AFPs.

### **G. Regulación prudencial**

Esta versión del artículo se ha concentrado en el análisis de los aspectos intervencionistas del modelo regulatorio aplicado en los países reformados de América Latina. Algunos de esos elementos han sustituido la regulación prudencial, como cuando los límites de inversión por instrumentos se establecen porque dichos títulos o los emisores respectivos concentran los problemas de información, posibles conflictos de interés, y demás asuntos propios de dicha regulación. También se ha sugerido que la flexibilización de la regulación draconiana intervencionista aumentará los requerimientos de la regulación prudencial, que es a su vez la que quizá requiere mayor capacitación, información y calidad de la vigilancia y control. Y se ha anotado que la reglamentación prudencial debe ser uniforme en cuanto los agentes realicen las mismas funciones, o sea que los fondos de pensiones no deberían tener criterios muy diferentes de los aplicados a los fondos mutuos, para evitar arbitrajes regulatorios ni restar incentivos a los ahorros voluntarios.

La regulación prudencial procura ante todo que las decisiones responsables del inversionista no estén sujetas a asimetrías de información y encuentren agentes que cumplen efectivamente lo prometido, y monitorea y sanciona los engaños y el incumplimiento. También se encarga de prevenir los riesgos de colapsos financieros.

---

<sup>24</sup> H. Shah, op. cit., página 10., propone que los afiliados comiencen invirtiendo directamente en los instrumentos de inversión estándar ofrecidos por bancos y similares, y solo más tarde se incorporen a los fondos mutuos cuando hayan crecido suficientemente los saldos, lo que requeriría también la apertura del negocio de ahorro pensional a otros intermediarios calificados.

Desde esta perspectiva se aprecia que sí debe haber límites a las inversiones de los fondos pero para prevenir fallas sistémicas y abusos individuales, no para afectar el perfil riesgo-retorno de las mismas. Los límites prudenciales se refieren a los emisores y toman en cuenta su clasificación riesgo y grado de endeudamiento, liquidez y transparencia en los mercados secundarios, y concentración de propiedad.

Para estos efectos, los cupos por emisor incluyen no solo los títulos que éste emita sino también los de los vinculados económicos o administrativos. La reglamentación prudencial también busca asegurar que la estructura de plazos del portafolio esté acorde con las obligaciones; y del mismo modo que las reservas o encajes para responder por defectos como los de rentabilidad mínima también tengan liquidez. De igual manera, se vigila que los fondos se protejan contra riesgos como los cambiarios, de interés, inflación, solvencia y liquidez. Y por último se establece también un capital mínimo que corresponde a una exigencia de infraestructura y capacidad técnica sin erigir barreras de entrada<sup>25</sup>.

Bien puede apreciarse que los instrumentos de la regulación prudencial pueden ser usados más allá de sus objetivos precisos. Por ello es que se requieren no solo instrumentos y capacidad, sino también orientación: y es acá donde se hacen relevantes criterios de largo plazo, como sería -por ejemplo- el de evolucionar hacia un esquema basado en la regla del hombre "prudente".

Conexos con la regulación prudencial hay también otros temas de competencia de las autoridades, en los cuales se encuentra a veces poco desarrollo

---

<sup>25</sup> No cabe reglamentación de márgenes de solvencia como la que se ha impuesto en Colombia.

efectivo: los regímenes de fusiones y cesiones (voluntarias); y el régimen cautelar y sancionatorio. Aunque el mecanismo de los fondos de pensiones facilita enormemente las fusiones y cesiones, la reglamentación y la supervisión han de cuidar que no se produzcan pérdidas, que no se liquiden los fondos aunque se cierren las administradoras, y que las escisiones de éstas no den lugar a las de los fondos administrados. La Superintendencia de fondos debe poder ordenar cesiones de fondos y escoger y obligar al fondo receptor, debe poder intervenir y liquidar las AFPs, y controlar las transferencias. En estas materias las reglamentaciones son muy similares entre países, pero hay posiblemente grandes diferencias en cuanto a la capacidad de vigilancia, control e intervención.

#### **IV. LECCIONES DE LA EXPERIENCIA**

##### **A. Lecciones generales**

El modelo regulatorio empleado en las reformas pensionales latinoamericanas examinadas es fundamentalmente paternalista e intervencionista, llamado en este trabajo "draconiano". Sigue fundamentalmente el esquema y la organización implantados en Chile. Aunque las reformas han diferido notablemente en la manera como se articulan los pilares, y por ello en cuanto al ambiente en el cual se instalan los fondos de capitalización individual y las AFPs, éstos son muy similares entre países porque se ha legislado en forma muy parecida, y por ello ha sido tan uniforme el esquema regulatorio.

Esta regulación ha sido más paternalista que prudencial, y especialmente restrictiva, porque se originó con mercados de capitales y capacidades regulatorias subdesarrolladas, así como para legitimar la implantación del nuevo sistema de ahorro individual. Se ha ido flexibilizando a medida que se han desarrollado los mercados y la capacidad regu-

latoria, tanto en Chile, como en otros países que han ido incorporando medidas parciales liberalizantes.

Lo que no debería constituir es un horizonte fijo al cual se deba convergir uniformemente, puesto que es bastante costoso en términos de bienestar y eficiencia. Aún más, ha tendido a perpetuarse en lo esencial, porque genera endógenamente instituciones e intereses que lo mantienen y obstaculizan el cambio. En este trabajo se ha examinado el modelo regulatorio "draconiano" comparándolo con el que prevalecería si los ahorros fueran voluntarios, la regulación meramente prudencial y se impusiera la regla del "hombre prudente". Así se han identificado lecciones y recomendaciones que se irían implementando en la medida del desarrollo del mercado de capitales y de la capacidad regulatoria.

- La regulación no ha de diseñarse independientemente del sistema pensional, como si hubiese de adecuarse solo al tipo deseado de agentes controlados. La articulación de los pilares, especialmente durante la transición hacia un sistema predominante de capitalización individual pero con supervivencia del reparto y/o de las garantías pensionales, incide notablemente en el comportamiento de los agentes y por lo tanto ha de afectar también el diseño y la evolución de la regulación. Sean transitorios o permanentes, la competencia y la complementariedad de los sistemas públicos y las garantías estatales, pueden generar problemas de selección adversa, riesgo moral y desequilibrio de la competencia entre AFPs que deben ser enfrentados por el diseño y la práctica regulatoria.
- La regulación y el comportamiento de los agentes protegidos o intervenidos son particularmente sensibles a las determinaciones sobre: obligatoriedad para los trabajadores independientes,

metas altas de ahorro y de garantías estatales, la presencia y protección de las AFPs públicas, la portabilidad y descentralización (emisión por diversas entidades, como en Colombia) de los de los bonos pensionales o de jubilación.

- El supervisor solo debe reglamentar lo mínimo necesario para sus operaciones, y debe ser autónomo. La reglamentación también debería evitar injerencia gubernamental que pueda implicar tributación indirecta y protección de grupos o sectores, y a la vez que debe proveer coordinación también debe ofrecer chequeos y balances independientes. Por ello, quizá debería ser pública, técnica e independiente, como bajo el sistema de "comisiones regulatorias".
- La regulación enfrenta dos tipos básicos de riesgos para los afiliados: la volatilidad de los retornos y los problemas de agencia. Las intervenciones restrictivas de la inversiones y del perfil riesgo-retorno restringen fundamentalmente las posibilidades alcanzables por los trabajadores y sacrifican la adecuación a las demandas individuales. Son casi siempre contraproducentes. Las medidas para proteger al inversionista de los problemas de agencia han de adecuarse a cada posibilidad de abuso o fraude, y por lo tanto lo que demandan es mejor regulación prudencial y no paternalismo. Esta regulación prudencial no tiene porqué ser tan específica a los fondos de pensiones, y ello más bien podría generar arbitraje regulatorio y desestímulo al ahorro voluntario.
- La regulación draconiana puede generar protección para las AFPs, captura regulatoria, y puede llegar a pervertir e impedir la regulación prudencial. Por lo tanto, no puede tener más que justificación temporal, y tiene graves riesgos de desfase frente a la evolución del sistema pen-

sional y al mercado de capitales. Ha de ser prioritario el desarrollo de la capacidad regulatoria para que se pueda evolucionar rápidamente hacia esquemas flexibles, y para prevenir que se rutinice o corrompa.

- Las principales restricciones del modelo draconiano que merecen ser enfrentadas, eliminadas o modificadas en su momento oportuno son: impedir el acceso de otros intermediarios al manejo de los fondos de pensiones, obligar sólo un fondo por persona y por administradora, límites complejos y restrictivos por tipo de instrumento (excepto para los títulos públicos), exigencias de rentabilidad mínima, comisiones y tarifas uniformes y basadas en los salarios asegurados.
- No es fácil encontrar enmienda completa y coherente para todas estas restricciones una vez que el sistema ya se ha desarrollado por un buen tiempo bajo regulación draconiana y para un sistema altamente coercitivo, a pesar que el mercado sí se haya desarrollado. Habrá que adoptar entonces estrategias centradas en abrir el negocio a otros intermediarios y ofrecer opciones de ahorro y pensiones una vez que no se requieran o demanden las garantías públicas, así como flexibilizar en lo posible el sistema de comisiones basadas en cotizaciones. Pero la reforma pensional que no haya recorrido ese camino, hará bien en advertir que las restricciones draconianas han de ser temporales y reversibles, y muchas veces podrán ser hasta innecesarias desde el comienzo, así como que pueden generar endógenamente sus extralimitaciones.

## B. Lecciones y consideraciones especiales

Las lecciones anteriores han de adecuarse al ámbito y a cada problema regulatorio enfrentado, y han de

completarse con consideraciones adicionales. Las lecciones y anotaciones especiales presentadas a continuación son tentativas, por falta de conocimiento suficientemente detallado sobre los casos analizados, y se presentan a título ilustrativo de que el diseño y la práctica regulatorios deben evolucionar y adecuarse a los sistemas pensionales particulares y las condiciones locales. Tampoco se pretende exhaustividad, sino hacer sugerencias para mayor indagación sobre el asunto.

- La muestra analizada ha sido principalmente de países "medianos" o "grandes". Los países "pequeños" pueden requerir consideraciones adicionales más allá de que puedan tener limitaciones de desarrollo del mercado de capitales y la capacidad regulatoria. En estos países, el mercado local no podrá llegar a ser suficiente para garantizar buenas pensiones, y puede haber diseconomías de escala para el negocio y hasta para la regulación. En tales condiciones cabría pensar en esquemas especiales de integración, por país o grupo de países, a los mercados regionales o mundiales de capitales. La formación de la capacidad regulatoria también puede ser objeto de estrategias colectivas. Y por supuesto, aparecerán nuevos dilemas regulatorios y nuevos problemas de entorno de la regulación. La inversión de los ahorros pensionales en el exterior es indispensable para diversificar riesgos, y requiere cobertura adecuada.

Por su parte, los problemas de tamaño de mercado y capacidad de regulación, requieren innovaciones respecto al modelo estándar. No es necesario que todos los servicios se concentren en AFPs: éstas podrían restringirse a la administración de inversiones, donde hay pocas economías de escala, mientras los servicios de atención de clientes y manejo de cuentas, que sí pueden requerir redes comerciales mayores y



procesos con economías de escala, podrían ser efectuados por otras administradoras de cuentas individuales. La escogencia de éstas podría ser efectuada por las empresas, mientras la de las administradoras de fondos la harían los afiliados individuales, con lo cual se reducirían costos de manejo sin menoscabar la elección individual donde es más decisiva.

La experiencia Boliviana de restricción del número inicial de AFPs y de la escogencia entre ellas mediante una licitación internacional con base en comisiones administrativas representa una innovación valiosa que procura atender tanto al problema de tendencia a elevadas comisiones, como a limitaciones de mercado y de capacidad regulatoria. Una vez se abra la competencia a más AFPs, Bolivia enfrenta el reto regulatorio de lograr un equilibrio competitivo que no sea de altos costos y precios como el que rige en los otros países<sup>26</sup>.

- Las reformas realizadas en algunos de los países examinados, particularmente México, Colombia y Perú, han sido incompletas desde la perspectiva de asegurar cobertura o sostenibilidad de los nuevos sistemas pensionales<sup>27</sup>. Son entonces particularmente delicados los problemas planteados por comportamientos resultantes de las alternativas públicas competitivas (Colombia y Perú) o por los sectores excluidos (México). Las razones por las cuales dichas reformas han quedado incompletas han sido fundamentalmente po-

líticas, y por ello se acompañan de privilegios especiales a los sistemas públicos competitivos o a los regímenes excluidos. En tales condiciones, la regulación de los fondos de pensiones y las AFPs se circunscribe a un ámbito afectado por lo que acontece fuera, o como en el caso colombiano, se comparte con la del sistema público que le compite, lo cual le añade determinantes exógenos y tareas imposibles para el supervisor financiero.

Otra dimensión de las reformas incompletas es la que ocurre cuando el sistema de capitalización simplemente se deja permanentemente paralelo al de reparto y se permite escoger entre ellos, como en Colombia y Perú. Esta es en el fondo una forma de evitar o aplazar los problemas políticos de clausura eventual del sistema público, y no constituye por sí un modelo pensional estable ni sostenible. Lo más probable es que la estructura real de incentivos conduzca a que el sistema de reparto sea el más ventajoso para ciertos grupos, principalmente los de más edad, y que por lo tanto los dos subsistemas no sean realmente competitivos, sino que se produzca una segmentación generacional, y que a la larga los afiliados se concentren en el sistema de capitalización individual. Ello retarda la transición, pero sobretodo añade problemas regulatorios: someter a la autoridad regulatoria a arbi-

<sup>26</sup> Entre las posibles medidas para alcanzar equilibrios de bajo costo y precio se encuentran: permitir planes alternativos, topes sobre comisiones que se deducen de las cotizaciones, permitir planes de comisiones con reembolsos, imponer topes temporales sobre comisiones añadidas a las cotizaciones. Por supuesto, estas medidas son relevantes para todos los tipos de países, y no solo en los pequeños. Ver S. Valdés, Administrative costs in privatized pension systems.

<sup>27</sup> Las reformas mexicana y peruana no se han extendido a los sectores públicos de estos países, y en el caso colombiano también quedan notables excepciones. En Argentina no se han integrado todos los regímenes públicos de las provincias. En los países donde las pensiones del antiguo sistema general decayeron a niveles insuficientes, suele haber sistemas previsionales complementarios, particularmente para el sector público, los cuales no siempre se han integrado de una vez al nuevo sistema general por ser las dificultades políticas para reducir privilegios, oposición sindical debida a pérdida de influencia, y también porque la descentralización fiscal limita al gobierno nacional para asumir toda la deuda pensional del sector público.



trar competencia entre subsistemas, o si es especializada a estar sujeta a decisiones gubernamentales sobre el sistema público y que inciden en el que se administra privadamente; selección adversa en sistema de reparto; y como lo ilustra el caso colombiano, donde se permiten traslados en ambas direcciones, también un grave problema de riesgo moral por permitir especulación contra el sistema público y el fisco e introducir inestabilidad para el conjunto.

- Los países que han experimentado la regulación draconiana enfrentan los intereses creados en torno a las AFPs y las Superintendencias, que pueden obstaculizar la adopción de reformas como la apertura del negocio a otros intermediarios, o la competencia por productos y retornos en lugar del cercamiento de mercados que han practicado las AFPs tradicionales.

Cuando las inflexibilidades radican en leyes, y sobretodo en leyes especiales que requieren mayorías especiales para ser modificadas, como la constitución, leyes marco o como el decreto ley 3500 de Chile, se asegura una estabilidad de las reglas del juego que es muy conveniente y necesaria para ciertos elementos, pero no para todos, en vista de la necesidad de acomodar la estructura del negocio y la regulación a la evolución del mercado y la capacidad regulatoria. El arte del diseño de las reformas pensionales tiene uno de sus aspectos más decisivos en el balance entre reglas constitucionales (o equivalentes) y reglas ordinarias, particularmente en lo que atañe a estructura del mercado y su regulación, ya que evolucionan pero a la vez son referentes básicos que no pueden ser acomodaticios ni sujetos a injerencias políticas.

- Los países aún *no reformados*, como Brasil, tienen oportunidad de aprender de las experiencias

de los demás, y en especial la de diseñar sus sistemas regulatorios como *evolutivos*, impidiendo que se generen resistencias endógenas al cambio como resultado del propio diseño inicial.

En estos países, y con particularidades propias de los tamaños, también puede ser necesario atender al cumplimiento de condiciones previas para el establecimiento de los nuevos sistemas pensionales y de la regulación correspondiente. Pueden requerirse reformas pensionales preparatorias, como la racionalización e integración de los sistemas de reparto. El establecimiento de la regulación necesaria para los sistemas de capitalización individual también tiene supuestos de reforma financiera y societaria, que deben anteceder a la regulación de los fondos de pensiones. También pueden ser antecedentes necesarios las reformas laborales. Las reformas de pensiones pueden ir acompañadas de las del resto de la seguridad social, y entonces tienen requisitos adicionales de coordinación y coherencia. En síntesis, las reformas tienen requisitos de sucesión y encadenamiento con otras reformas, desde las constitucionales hasta las de otros sectores, y requisitos respecto de las del resto de la seguridad social<sup>28</sup>.

---

<sup>28</sup> Las reformas de pensiones de vejez, invalidez y para sobrevivientes interactúan muy directamente con las de la protección contra riesgos profesionales, particularmente en lo que atañe a las pensiones derivadas de accidentes y enfermedades laborales. Esto requiere un régimen común de regulación para calificar la invalidez, para que no haya arbitrajes que favorezcan algunos de los administradores o subsistemas. Hay problemas cuando los sistemas para riesgos profesionales no se acompañan con las reformas para pensiones, como ha ocurrido en México; o cuando no se articulan bien entre sí, como en Colombia, donde se duplican innecesariamente las cotizaciones por no emplear el ahorro pensional para financiar pensiones por riesgos profesionales. Otro campo de estrecha relación es del las pensiones con otros mecanismos para protección contra desempleo, particularmente si también utilizan para ello ahorro forzoso, como es la tendencia ante las dificultades con los tradicionales seguros de desempleo.

□ Según el Superintendente Chileno<sup>29</sup>, la agenda de mejoras regulatorias y del sistema comprende: i) superar la concentración de la inversión en instrumentos domésticos, ii) enfrentar las altas comisiones cobradas por la AFPs a sus afiliados y que se derivan de altos costos promocionales y la rotación entre AFPs, iii) la modernización y optimización de los procesos administrativos, iv) mejora del mercado de rentas vitalicias, v) flexibilización del requisito de rentabilidad mínima, vi) permitir la oferta y administración de más de un portafolio o fondo por AFP, que se orientaría a opciones menos riesgosas para los que están cerca a la jubilación, y vii) aumento de la cobertura para trabajadores independientes. Obsérvese que aparte del reto de mejora de las rentas vitalicias, que corresponde al inicio de la fase de producción masiva de pensiones, los demás retos que atañen a la regulación de los fondos, provienen de cierto retraso de adecuación de la legislación a la evolución del mercado y al reconocimiento de la no necesidad o inflexibilidad de regulaciones draconianas.

En este trabajo se ha centrado la atención en la regulación de los fondos de pensiones, o sea en la fase de ahorro. Así se ha omitido la consideración de otros importantes asuntos regulatorios correspondientes a la fase de producción masiva de pensiones, que es la etapa en la cual se encuentra ahora Chile, y que es más ilustrativa de los problemas de madurez de los sistemas de capitalización individual<sup>30</sup>. Las rentas vitalicias no han prosperado suficientemente, y siguen siendo costosas. El mercado chileno padece de: falta de transparencia en el acceso a información sobre pensionados po-

tenciales, desconocimiento de los futuros pensionados sobre lo que están comprando, comisiones altas para las rentas vitalicias, y conflictos de interés entre los intermediarios involucrados. Para enfrentar estas limitaciones se está proponiendo un sistema público de información y consulta.

Ante los costos de las rentas vitalicias y la debilidad del retiro programado para proteger contra longevidades excesivas, también se están proponiendo nuevas modalidades de pensiones, particularmente la de las mensualidades vitalicias variables. Consiste en un retiro programado, que sin embargo recurre además a un seguro mutual que protege contra el riesgo de longevidad, y por lo tanto no es tan costoso como las rentas vitalicias, ya que éstas aseguran además contra riesgos demográficos y financieros de largo plazo. Pero como el riesgo de longevidad no es homogéneo, son posibles redistribuciones intencionadas mediante manipulación de las tablas de mortalidad, bien sea por los reguladores o por los oferentes. Lo que una innovación de este tipo enseña es que: i) las leyes deben permitir innovaciones sin pretender prescribir a priori las modalidades precisas, sino más bien estableciendo criterios y permitiendo la evolución de la regulación, ii) no hay manera de cubrir más riesgos sin aumentar costos y reducir las pensiones, iii) la regulación tiene costos repartidos entre los agentes, que deben ser analizados a priori en cada caso<sup>31</sup>, iv) el retiro programado es un diseño inferior, la renta vitalicia es muy costosa, y la mensualidad vitalicia variable es susceptible a conflictos de interés.

<sup>29</sup> J. Bustamante, "15 years of regulating and supervising Chile's pension system", trabajo presentado en la Conferencia del EDI/ Banco Mundial, Pension systems: from crisis to reform, Washington D. C., 1996.

<sup>30</sup> La fase de producción masiva de pensiones puede ser mucho más temprana en los casos de reformas en las cuales se cierra pronto el sistema de reparto, como en México y Bolivia. Ello puede obligar a enfrentar problemas de subdesarrollo del sector asegurador, con medidas restrictivas de las modalidades pensionales.

<sup>31</sup> Ejemplo: las exigencias de las rentas vitalicias variables vrs. fijas dependen de las regulaciones sobre requisitos de reservas.

# FEDESARROLLO

## FUNDACION PARA LA EDUCACION SUPERIOR Y EL DESARROLLO

FEDESARROLLO es una fundación privada, independiente, sin ánimo de lucro, dedicada a la investigación no partidista en los campos de economía, ciencia política, historia, sociología, administración pública y derecho. Sus principales propósitos son contribuir al desarrollo de políticas acertadas en los campos económico y social, promover la discusión y comprensión de problemas de importancia nacional, y publicar y difundir análisis originales sobre fenómenos económicos y sociopolíticos, nacionales y latinoamericanos que sirvan para mejorar la calidad de la educación superior.

El Consejo Directivo es responsable de vigilar por la adecuada marcha de la administración de la institución y de trazar y revisar los objetivos generales de la fundación. La administración de los programas, del personal y de las publicaciones corre por cuenta del director ejecutivo, quien es el representante legal de la fundación. El director y el editor de *Coyuntura* asesorados por un comité interno de publicaciones tienen la responsabilidad de determinar qué trabajos se publican en *Coyuntura Económica* o en forma de libros o folletos de la institución. La publicación de un trabajo por FEDESARROLLO implica que éste se considera un tratamiento competente de un problema y por lo tanto un elemento de juicio útil para el público, pero no implica que la fundación apoye sus conclusiones o recomendaciones.

FEDESARROLLO mantiene una posición de neutralidad para garantizar la libertad intelectual de sus investigadores. Por lo tanto, las interpretaciones y las conclusiones de las publicaciones de FEDESARROLLO deben considerarse exclusivamente como de sus autores y no deben atribuirse a la institución, los miembros de su Consejo Directivo, sus directivos, o las entidades que apoyan las investigaciones. Cuando en una publicación de FEDESARROLLO aparece una opinión sin firma, como es el caso del análisis coyuntural en la revista de la institución, se debe considerar que ésta refleja el punto de vista del conjunto de investigadores que están colaborando en la institución en el momento de la publicación.