

Análisis Coyuntural

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

Carlos Esteban Posada

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

Luis Armando Galvis

María Modesta Aguilera

Hacia una definición de la Economía de la Salud

Selma J. Mushkin, Ph.D.

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

Germán Darío Valencia

John Faber Cuervo

Políticas de precios en contingencias de generación de electricidad

David Fernando Tobón

Indicadores: pobreza

LECTURAS DE ECONOMIA

51

Julio- Diciembre
1999

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

CORRESPONDENCIA, CANJE Y SUSCRIPCIONES

Lecturas de Economía. Facultad de Ciencias Económicas. Universidad de Antioquia

Apartado 1226. teléfonos : 210 58 42 y 210 58 44 . Fax : (574) 233 12 49

Medellín , Colombia, Suramérica

<http://caribe.udea.edu.co/~lecturas> e-mail: lecturas@caribe.udea.edu.co

Análisis Coyuntural

I. LA ECONOMÍA EN 1999

El año de 1999 será recordado como la debacle de la economía colombiana. Después del crecimiento que experimentó en 1997 y durante el primer semestre de 1998, la actividad económica inició un dramático proceso de deterioro. En el tercero y cuarto trimestres del año pasado, la economía cayó 1,4% y 3,8%. Esto condujo a perspectivas desalentadoras para comienzos de 1999, aunque se estimaba una recuperación en el segundo semestre del año. Para el total de 1999, Fedesarrollo proyectaba un crecimiento del PIB de 1,7%. Pero la situación fue más crítica de lo esperado y los estimativos apuntan hoy a una caída superior al 5%, la peor de América Latina después de Venezuela.

Son muchos y variados los orígenes de la actual recesión, entre los cuales se destaca el aporte altamente negativo de la crisis internacional (se estima que América Latina no crecerá este año) y la situación en que se encontraba la economía al comienzo de la crisis: los déficits interno y externo eran enormes, y los niveles de endeudamiento de los agentes

eran muy altos. Pero es evidente que la política económica adoptada luego de la crisis y que se extendió a 1999, también incidió negativamente.

Las tasas de interés crecieron más en Colombia que en cualquier otro país de América Latina durante 1998, y su nivel al final del año era el mayor del Hemisferio después de Brasil, con lo cual se golpeó a un sector productivo en recesión. El disparo de las tasas de interés se originó, sin duda, en la política cambiaria de ese entonces que propició fuertes expectativas de devaluación, y en que el gasto público aumentó en lugar de reducirse. Han sido importantes los esfuerzos para bajarlas en 1999, cayendo desde 44% a finales de 1998 hasta 26% hoy, pero continúan siendo altas en el contexto Latinoamericano y sólo son superadas en países como Brasil, Ecuador y Perú.

Adicionalmente, se presentaron efectos *stock* negativos importantes. El fuerte descenso en el precio de los activos (el precio de la vivienda ha caído más de 30% entre 1995 y 1999) indujo una severa caída en el consumo de los hogares, y la devaluación tu-

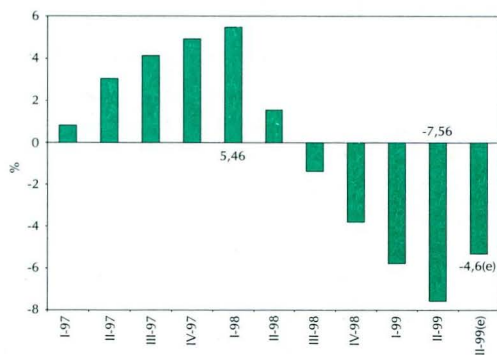
vo efectos desfavorables de corto plazo al aumentar el valor de la deuda y al propiciar en el público una preferencia por dólares, efectos quizás no enteramente compensados por el descenso en las tasas de interés.

A. Crecimiento del PIB

A lo largo de este año, los signos negativos fueron más profundos y duraderos de lo esperado, y la tan anhelada recuperación no se dio. Prueba de ello es que en los dos primeros trimestres del año, el producto registró contracciones de 5,8% y 6,4%, y aunque para el tercer trimestre la caída fue menor (-4,61%), este comportamiento confirma que la recesión tocó fondo desde mediados del año con indicadores que arrojan señales positivas, aunque tenues, como lo ha señalado Fedesarrollo en los últimos meses (Gráfico 1).

En cuanto a la producción industrial sin incluir trilla del café, ésta cayó 17,2% en el año corrido a octubre comparado con el mismo período del año anterior, según las últimas cifras oficiales disponibles del Dane. Si se tiene en cuenta que la producción industrial a septiembre había caído 17,1% (frente a

Gráfico 1. CRECIMIENTO DEL PIB 1997-1999



(e): Esperado, datos DNP.
Fuente: Dane y DNP.

niveles superiores a 20% en los meses precedentes), es posible señalar que la contracción de la industria manufacturera se detuvo, dando paso a un período de estancamiento en niveles muy negativos.

Un indicador que refleja el quiebre es la demanda de energía, cuya tendencia creciente empezó a mediados de año y se mantuvo sostenida hasta finales de noviembre, según DNP. Otros indicadores, como el comercio al por menor muestra desde mayo caídas cada vez menores, en tanto que el nivel de pedidos de la industria, según la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de Fedesarrollo, registró un quiebre a mediados de año y desde entonces una lenta pero gradual tendencia hacia la recuperación.

Sin embargo, se estima para el total del año una contracción de la economía del 5,1%, bajo el supuesto de que la caída en el último trimestre del año no sea superior a 3,4%.

B. Las fuentes de demanda

En cuanto a las fuentes de demanda, las exportaciones aumentaron 6% en términos reales. Y el principal factor que contribuyó a la crisis fue la fuerte caída de la demanda interna. Sobresalió la drástica contracción de la inversión, estimada en -21% en términos reales, y del consumo en -6%. En buena medida, la fuerte caída del consumo tuvo sus orígenes en la reducción del ingreso, y en las fuertes pérdidas patrimoniales derivadas de un desplome del valor de los activos y del aumento del valor de la deuda, cuyo *stock* venía aumentando desde años atrás.

Por otra parte, los menores ingresos, junto con una restricción en los créditos y altas tasas de interés, entre otros aspectos, desestimularon la inversión privada que se estima cayó cerca de 35%. Además, el recorte de los gastos del Gobierno en aras de

ajustar sus finanzas (objetivo que por demás no se cumplió) redujo significativamente la inversión pública que se contrajo en 14% (Gráfico 2).

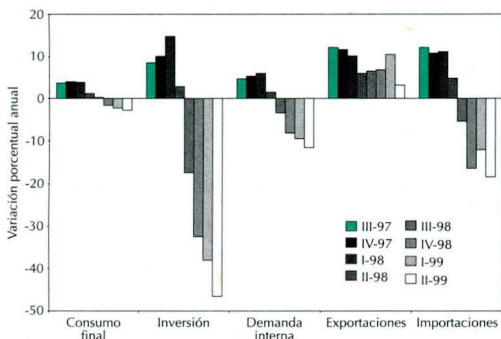
La caída de la inversión en Colombia no tiene precedentes en América Latina: mientras fuentes internacionales señalan que la región en promedio registró una reducción de la inversión de -4,4% en términos reales, el país lo hizo en 21%.

C. El PIB sectorial

La recesión en 1999 fue generalizada y abarcó todos los sectores de la economía. Para el final del año se prevén contracciones muy fuertes en la construcción (-19%) y la industria (-4,7%), y más moderadas en los servicios (-3,5%) y la agricultura (-5,1% incluyendo café). Sólo se espera un crecimiento positivo para el sector minero de 5,2% debido a la mayor producción de petróleo, aunque muy inferior al registrado durante los dos años anteriores (Gráfico 3).

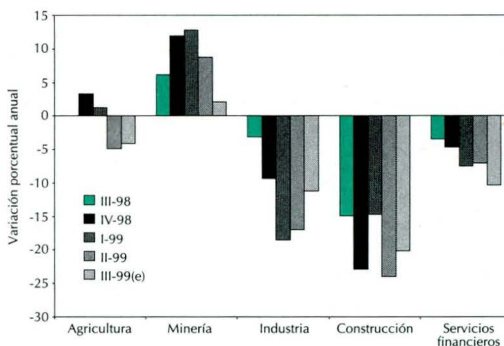
A pesar de que algunas variables como la producción manufacturera y las ventas al comercio minorista mostraron algunas señales menos negativas en

Gráfico 2. CRECIMIENTO DE LOS COMPONENTES DE LA DEMANDA DEL PIB



Fuente: Dane.

Gráfico 3. CRECIMIENTO DE LAS PRINCIPALES RAMAS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA



(e): Esperado, datos DNP.
Fuente: Dane y DNP.

el segundo semestre del año, y asimismo la encuesta realizada por Fedesarrollo a los empresarios y comerciantes registró en los últimos meses un cambio en la tendencia y percepciones más optimistas, la reactivación de estos sectores no se consolidó.

La construcción siguió siendo el sector más afectado por la crisis, y en este caso no se vislumbran signos de recuperación. El decrecimiento del sector en el segundo y tercer trimestres comparados con los mismos períodos del año anterior, fue de 24 y 20,2%, respectivamente. Se trata del mayor ciclo recesivo que se haya presentado en este sector de los últimos años, debido a la sobre-oferta de inmuebles registrada tras el auge de la construcción en la primera parte de la década de los noventa, la menor demanda derivada de la crisis económica, las altas tasas de interés del mercado y los problemas que surgieron en el modelo de financiación de vivienda desde finales de 1997.

La encuesta del Dane sobre construcción revela que a junio no se realizaba ninguna actividad o estaba paralizada el 40% del área censada, buena parte

de ella correspondiente a planes de vivienda. Las licencias de construcción aprobadas cayeron 34,9% durante los primeros nueve meses del año comparados con igual período de 1998, lo que en términos de área significa cinco millones de metros cuadrados menos.

El estrecho vínculo entre esta actividad y el desempeño del sector financiero explican buena parte del problema. Prueba de ello es la dramática caída de cerca de 80% de los préstamos aprobados por las Corporaciones de Ahorro y Vivienda dirigidos a la construcción. En otros sectores, como cemento y empleo, el impacto de la crisis en la construcción ha sido muy perjudicial. La producción de cemento, por ejemplo, cayó un 22,4% entre enero y septiembre, comparado con el mismo período del año pasado, obligando a algunas compañías del sector a operar con intervalos de dos o tres meses y a licenciar trabajadores.

A esta problemática hay que añadir la decisión del pasado mes de septiembre de la Corte Constitucional en lo referente a la eliminación del sistema UPAC, y la gran incertidumbre que se ha generado en torno al futuro de la financiación de vivienda de largo plazo. El Congreso aprobó a finales de diciembre la ley de vivienda en la que se crea la Unidad de Valor Real, UVR, en reemplazo del UPAC, y regula un nuevo sistema de financiación. Esta ley fue objeto de un intenso debate y especialmente de fuertes críticas por parte del sector financiero, que deberá asumir grandes costos en el nuevo esquema.

Tampoco le fue bien al país en materia de café y el año se caracterizó por una caída continua en el volumen de producción. La cosecha del grano durante los 10 primeros meses del año fue de 7,34 millones de sacos, es decir, 2,68 millones de sacos menos que en el mismo período de 1998. La crítica situación del sector se ha visto además acentuada por la

tendencia a la baja de la cotización internacional del grano durante todo el año, a pesar de que en los últimos meses se ha presentado una ligera recuperación en las dos variables.

Uno de los sectores que logró un desempeño aceptable fue el minero como resultado de la mayor producción de petróleo. En los 10 primeros meses del año se produjeron 820.7 miles de barriles diarios promedio, es decir, 11,4% más que el año pasado gracias al mayor volumen de extracción de los campos de Cusiana y Cupiagua. Además, el continuo incremento de los precios internacionales del crudo que caracterizó el año y que resultó de un acuerdo de recorte de las exportaciones entre los países de la Opep y algunos no Opep, favorecieron el desempeño del sector (el crudo colombiano pasó de 10,7 dólares por barril a 21,6 d/b en octubre pasado).

Ecopetrol estima que el promedio de producción para este año será de 822 mil barriles diarios y de 788.000 bpd el año entrante. Las perspectivas para este sector son preocupantes, debido no sólo a que por quinto año consecutivo habrá un descenso en las reservas de crudo del país, sino al bajo interés de las compañías por emprender nuevas actividades en el país, pese a una nueva política petrolera aprobada a mitad de año y a la apertura de una licitación para 13 bloques exploratorios.

Se destaca también en lo corrido del año hasta octubre una importante reactivación en los sectores de textiles y confecciones, alimentos, equipos y material de transporte y productos químicos.

D. El sector Financiero

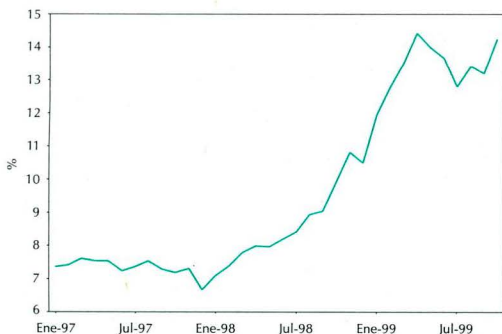
La crítica situación del sector financiero que se inició con fuerza en 1998 se profundizó a lo largo de este año: el indicador de la calidad de la cartera,

definido como cartera vencida sobre cartera bruta, fue de 14,4% en octubre. Si bien la cartera vencida, especialmente la de los bancos privados, venía disminuyendo en los últimos meses, esta tendencia se revirtió en septiembre y octubre debido en gran parte al comportamiento de este indicador entre los bancos del sector público (Gráfico 4).

Los bienes recibidos por las instituciones como parte de pago a sus créditos sumaron a octubre 2,3 billones de pesos, monto superior en 1,6% al registrado un mes antes. Las pérdidas del sector continuaron aumentando, en tanto que la capacidad patrimonial de las diferentes entidades prosiguió su tendencia contraccionista (Gráfico 5).

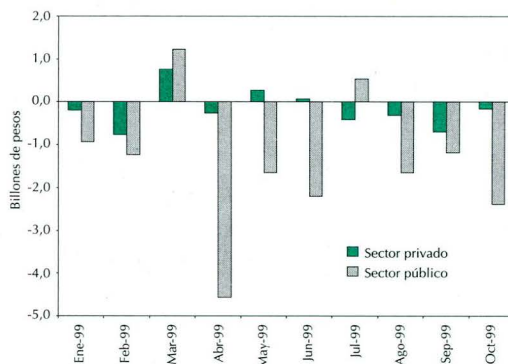
El reflejo de lo anterior fue una continua restricción del crédito que evidentemente afectó al sector real e impidió la recuperación de la actividad productiva. Y el crédito no se reactivó a pesar de la reducción de las tasas de interés, en parte porque la pérdida mencionada de la capacidad patrimonial de los establecimientos de crédito implicó una restricción de la oferta de recursos. Pero también, y más importante aún, porque la caída de los depósitos del pú-

Gráfico 4. CALIDAD DE LA CARTERA (Cartera Vencida/Cartera Bruta)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

Gráfico 5. UTILIDADES O PÉRDIDAS MENSUALES (Total establecimientos de crédito)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

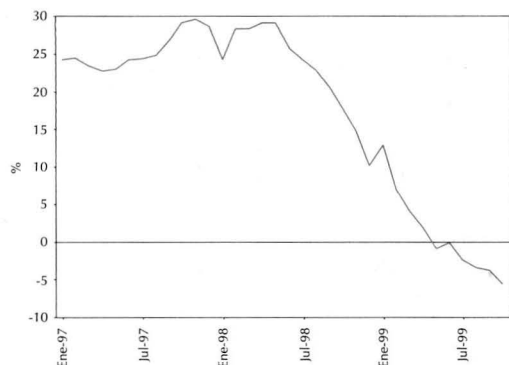
blico (propiciada por la contracción de los ingresos y por la devaluación esperada) en una situación de alto riesgo crediticio, hizo que las entidades financieras optaran por invertir en títulos de tesorería para protegerse del riesgo de liquidez.

La cartera neta de provisiones mostró una nueva reducción de 5,7% en octubre, conservando su tendencia negativa iniciada en mayo. Deben reconocerse los esfuerzos del Gobierno por hacerle frente a la crisis en el momento oportuno. Pero a pesar de los planes de salvamento adoptados en el mes de junio tendientes a capitalizar el sistema financiero tanto público como privado¹, los resultados al mes de septiembre indican que la crítica situación persiste (Gráfico 6).

Además de las adversas condiciones macroeconómicas, el sector ha estado sometido a una serie de medidas adoptadas por el Gobierno que atentan contra su normal desempeño. Un ejemplo claro fue

¹ Resolución 006 de junio de 1999, Superintendencia Bancaria.

Gráfico 6. CARTERA NETA DE PROVISIONES (Crecimiento nominal)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

la creación del impuesto del 2 por mil a las transacciones bancarias e interbancarias que se originó en el decreto de Emergencia Económica de octubre de 1998. Y más recientemente, el problema se presenta con la ley que crea y regula un nuevo sistema de financiación de vivienda de largo plazo que, tal y como quedó planteado, pone en entredicho el futuro del sector financiero y de la economía en su conjunto.

De acuerdo con la nueva ley, el sector financiero es el principal doliente y tendrá que financiar parte de la reducción de la deuda hipotecaria. Con ella reviven las inversiones forzosas y los establecimientos de crédito tendrán que invertir un porcentaje de sus pasivos con el público (0,68% por año) en Títulos de Reducción de Deuda; se asignará el crédito en forma obligatoria para vivienda de interés social con tasas controladas (los establecimientos deberán destinar mínimo el 25% del incremento de la cartera de vivienda o el 10% del aumento de las captaciones a la VIS o a la suscripción de TES a una tasa inferior

a la del mercado), y se decomisará a los establecimientos de crédito el 50% de la remuneración de los encajes que irán al Fondo de Reservas para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria.

Con estas nuevas medidas represivas, no sólo se pone en tela de juicio el desarrollo futuro del sector y se retrocede décadas en materia de liberalización, sino que además se reducen los recursos disponibles para la mayoría de los sectores de la economía con un obvio impacto sobre las tasas de interés; se presionan aún más el margen de intermediación; se introducen mayores restricciones a los préstamos (incluso para vivienda) y se generan nuevos desincentivos a la inversión extranjera. Se regresa además a aquellos períodos en que el Estado castiga un sector para beneficiar a otros.

La Asociación Bancaria estima que en el escenario moderado, el costo de la ley de vivienda para el sector financiero es de 1,8 billones de pesos, y en el más alto de 3,1 billones de pesos. Este monto es la suma de las inversiones en los Títulos de Reducción de Deuda (TRD); la remuneración del encaje y las inversiones forzosas en Vivienda de Interés Social (VIS)².

Las implicaciones de estas medidas no se harán esperar. El sector financiero tiene un papel central en el crecimiento económico y en la reactivación, y los estudios disponibles sugieren que el sector opera en un ambiente de competencia con diferenciación del producto (en competencia monopolística), estructura de mercado que no justifica la intervención. Además, la represión financiera frena

² Proyecto de Ley No. 134 Cámara, octubre de 1999.

³ La diferencia de los dos escenarios está dada por la tasa de interés de oportunidad utilizada para descontar los flujos de recursos, es decir, la tasa de interés alternativa a la que podrían estar colocados los recursos financieros comprometidos por la nueva ley.

el crecimiento y, por esta vía, afecta directamente la productividad de la inversión y disminuye el nivel global del ahorro/inversión.

E. Las finanzas públicas

Las promesas del Gobierno en materia fiscal no se cumplieron y las consecuencias se hicieron sentir. Las cifras oficiales disponibles a septiembre señalan que el déficit del gobierno central ascendía a 3,2 billones de pesos, monto superior en 7,2% al programado para dicho período (Gráfico 7).

Contribuyó a este resultado la disminución de 1,2 billones de pesos del recaudo esperado por aranceles y de 950.000 millones del recaudo proyectado por IVA e impuesto de renta. Mejoró, pero no compensó la caída en los otros ítems, el ingreso por concepto del impuesto del dos por mil, cuya meta de recaudo a septiembre fue superada en 631 mil millones de pesos.

Las finanzas cada vez más deficitarias del Estado y la creciente necesidad de buscar recursos por parte del sector público, contribuyeron a presionar el

mercado monetario y a elevar los costos del dinero, desplazando al sector privado. Mientras la meta de déficit para este año era de 2,1% del PIB para el sector público consolidado, la última información oficial disponible apunta a un déficit de 4,7% del PIB (6,3% según la metodología del Fondo Monetario Internacional).

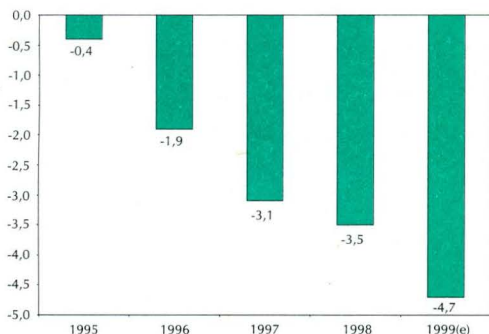
Esta situación, se fue agravando en la medida en que se profundizó la recesión y la caída de las importaciones (se estima que los ingresos tributarios cayeron 13,6% frente a lo esperado para este año), lo que obligó al gobierno a buscar una mayor financiación en el mercado doméstico impidiendo así una reducción sustancial de las tasas de interés. En efecto, los desembolsos de TES según los datos oficiales fueron de \$11,5 billones, mientras los estimados para 1999 ascendían a \$7,2 billones, es decir, fueron superiores en 58,2%.

El elevado déficit también se financió con un mayor volumen de recursos externos: mientras se preveían desembolsos de crédito externo por \$3,8 billones, se estima éstos fueron de \$4,7 billones, un 23% más.

Pero el problema del déficit no sólo se originó en menores ingresos, sino también en un aumento de los gastos que fueron, sin incluir intereses, cerca de 5% superiores a la meta. Aunque se reconoce que los servicios personales del Gobierno y los gastos generales fueron inferiores a los programados, las transferencias a las entidades territoriales a través del Fondo de Crédito Educativo, al sector financiero, y la reconstrucción del Eje Cafetero, constituyeron egresos significativos que no estaban previstos para este año.

La buena noticia fue el presupuesto austero para el año 2000 que presentó el Gobierno al Congreso en el mes de julio por un monto de \$46 billones, es

Gráfico 7. DÉFICIT FISCAL
(% del PIB)



(e): Estimado.

Fuente: Ministerio de Hacienda.

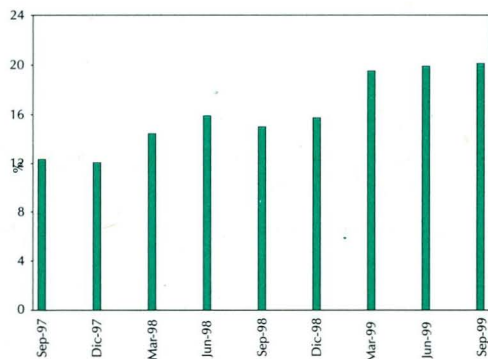
decir 2,2% inferior al de 1998, el cual fue aprobado en octubre sin modificaciones sustanciales.

F. El desempleo

El desempleo en septiembre llegó al escandaloso nivel de 20,1%. La tendencia de este indicador ha sido creciente desde el primer trimestre de 1996 y fue en ese mes el más alto registrado en la historia del país. Las ciudades más golpeadas con este flagelo fueron Medellín y Cali con tasas de desocupación equivalentes al 22,3% en ambas ciudades (Gráfico 8).

La recesión ha sido una de las principales causas de este incremento, y se estima que el desempeño de la economía puede explicar cerca de la mitad del desempleo (el desempleo estructural es de cerca de 10%). Si bien existen serias dificultades en la demanda, se ha demostrado que la oferta laboral está en el centro del problema. Los sectores de la industria y la construcción muestran las mayores contracciones en el nivel de empleo, mientras que son las mujeres quienes más han sufrido con este flagelo en los últimos meses.

Gráfico 8. TASA DE DESEMPLEO
(Evolución trimestral)



Fuente: Dane.

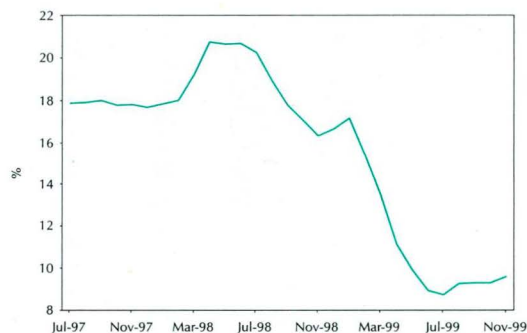
Para enfrentar el dramático nivel de desocupación, el gobierno ha anunciado en repetidas ocasiones su intención de resolver algunas rigideces que hoy existen en el mercado de trabajo y reducir o eliminar las actuales sobrecargas a la nómina, pero hasta ahora no se conoce una propuesta concreta en este frente.

G. La Inflación

En materia de inflación, la meta original propuesta por el Banco Central para este año fue de 15%, posteriormente reducida a 13%, y finalmente se espera que la inflación sea del orden de 10%. Este fue un logro importante pero la principal causa debe buscarse en la fuerte contracción de la demanda y en la sobreoferta de alimentos (Gráfico 9).

La variación del índice de costo de vida en los últimos doce meses a noviembre fue de 9,6% y de 8,7% para lo corrido del año, la tasa más baja de los 29 años precedentes. Es interesante destacar cómo el grupo de alimentos se ha comportado en lo corrido del año por debajo del promedio nacional, corroborando análisis según los cuales la depresión

Gráfico 9. INFLACIÓN
(1997-1999)



Fuente: Dane.

de la demanda, derivada de la situación económica y de la disminución de ingresos de las familias, es el reflejo de una caída en el consumo básico de los hogares.

Cali, una de las ciudades más golpeadas por el desempleo, junto con Cartagena, son las áreas urbanas donde se registró el menor crecimiento del IPC en noviembre con 7,2 y 7,1% respectivamente. Pasto presentó el crecimiento más alto del índice de precios (10,73%), debido, entre otros, a los problemas de abastecimiento de bienes surgidos a partir del bloqueo de la carretera Panamericana en las últimas semanas.

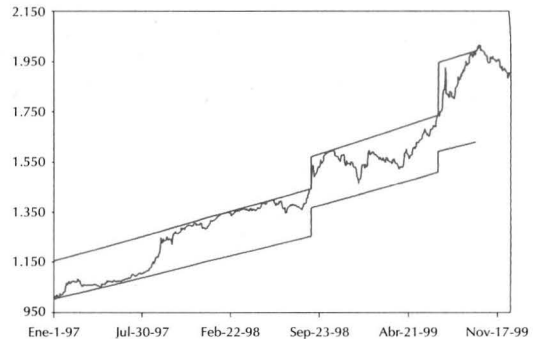
F. La política cambiaria y las tasas de interés

En el frente cambiario, la agitación de la tasa de cambio que caracterizó buena parte de 1999, tuvo también múltiples efectos negativos, entre ellos, la pérdida de reservas internacionales, las presiones sobre las tasas de interés y la pérdida de credibilidad en las autoridades.

La calma que se registró a comienzos de 1999 fue interrumpida por fuertes ataques a mediados del año que culminaron en un desplazamiento de nueve puntos porcentuales de la banda, en una ampliación de la misma de 14 a 20 puntos porcentuales y en un cambio de la pendiente de 13% a 10%. Pero los ataques contra la nueva banda continuaron, y en el mes de septiembre el Banco de la República abandonó el régimen controlado instaurado desde 1994 para sustituirlo por un esquema de libre flotación (Gráfico 10).

La flotación, sin embargo, no será libre pues el Banco de la República anunció y definió las nuevas pautas para la intervención en el mercado cambiario, las cuales buscan elevar gradualmente el saldo de las reservas internacionales a los niveles

Gráfico 10. TASA DE CAMBIO DE MERCADO (Nominal) Enero 1997 - diciembre 1999



Fuente: Banco de la República.

acordados con el FMI, y al mismo tiempo disminuir la volatilidad del tipo de cambio.

El mecanismo para la acumulación de reservas consiste en realizar subastas de derechos de venta de divisas al Banco de la República a la Tasa Representativa del Mercado, derecho que podrá ejercerse cuando la TRM baje de cierto nivel. Para disminuir la volatilidad, también realizará esporádicamente subastas de derechos de compra o de venta de divisas cuando la TRM se desvíe al menos 5% del promedio móvil de los últimos 20 días hábiles. En términos simples, lo anterior significa una nueva banda por encima o por debajo de la cual habrá intervención en el mercado.

Aún no es claro porqué el Banco de la República optó por establecer y preanunciar estos mecanismos en lugar de haber escogido el camino de las intervenciones "sucias". También se plantea el interrogante respecto de qué tan "maniatadas" quedan las autoridades monetarias frente a movimientos de la tasa de cambio más allá de los límites establecidos.

El resultado del desempeño cambiario para el año completo fue una devaluación de cerca de 24% a

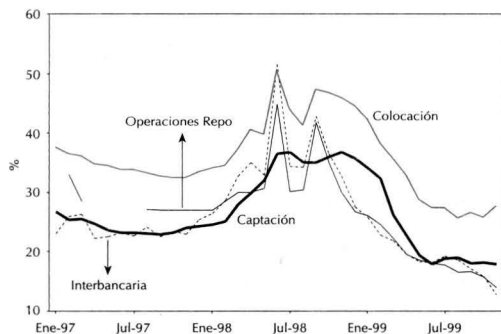
noviembre (9,23% en términos reales) que condujo a una recuperación sustancial de la tasa de cambio real, una de las razones que explica la estabilidad de la paridad cambiaria tras el abandono de la banda.

Las tasas de interés, por su parte, continuaron en octubre y noviembre su tendencia decreciente, reflejo del compromiso del Banco de la República con las metas de reactivación. El mejor indicador de este hecho es la reducción en las tasas efectivas sobre las operaciones Repo que pasaron de 26% en enero a 12% el pasado 13 de diciembre, es decir, doce puntos porcentuales menos en lo corrido del año (Gráfico 11).

H. El frente externo

En este sector se concentran buena parte de las noticias alentadoras. En primer lugar, se logró un importante avance en reducir el déficit en la cuenta corriente, el cual pasó de 5,9% del PIB en 1998 a cerca de 1,3% del PIB en 1999. No obstante, cabe resaltar que esta disminución fue posible gracias al superávit registrado en la cuenta comercial por US\$2,542 millones, como consecuencia de la drás-

Gráfico 11. TASA DE INTERÉS (1997-1999)



Fuente: Banco de la República.

tica contracción de 30% en las importaciones y de un crecimiento de 9% en las exportaciones (Gráfico 12).

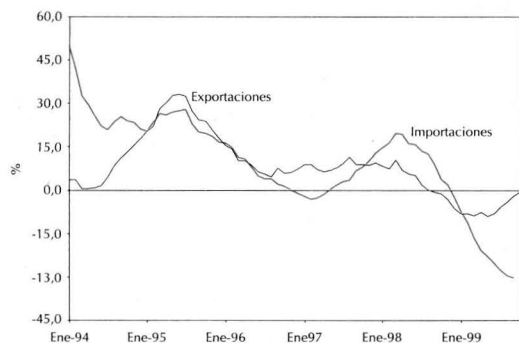
Las ventas internacionales del país ascendieron a 9.250 millones de dólares en los diez primeros meses del año, cifra que supera en 2,1% lo exportado en el mismo período del año anterior. Un análisis mes a mes muestra que este rubro se mantiene vigoroso desde mediados de año, mientras las variaciones anuales, que fueron negativas hasta agosto, recobraron el camino del crecimiento positivo desde septiembre.

Entre los factores que explican este comportamiento está la tasa de cambio, que como vimos en la sección anterior ha contribuido a abaratar la producción nacional y por tanto a mejorar su competitividad internacional. También el crecimiento de la economía de Estados Unidos que ha generado una mayor demanda por los bienes nacionales y que ha compensado con creces el abrupto descenso del comercio con los países vecinos, los cuales atraen también por una difícil coyuntura económica.

El crecimiento de las exportaciones se explica además por la mejor cotización en las bolsas internacionales del crudo y en las últimas semanas del café, los dos productos más importantes de la canasta exportadora. Asimismo, el dinamismo de empresarios colombianos buscando en el exterior mercado para sus productos ante la contracción de la demanda local, ha permitido explorar tímidamente en otras latitudes relegadas, como el mercado centroamericano.

Las exportaciones tradicionales lideraron la dinámica del sector con un crecimiento del 9,2% entre enero-octubre, comparado con el mismo período de 1998. Y dentro de ellas, la caída del 32,7% en

Gráfico 12. IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES (Crecimiento anual acumulado) Ene 94 - oct 99



Fuente: Dane

las ventas del café fue más que compensada con un incremento en las ventas de petróleo de 51,7%.

Dentro de las no tradicionales, que en conjunto cayeron 4,4% en el mismo período, se destacan las exportaciones de esmeraldas, bananas y productos químicos.

Estados Unidos es no sólo el país que más productos colombianos compra, sino donde esas compras más rápido crecen. En octubre, el 60% de las ventas tomaron ese destino, mientras la Unión Europea adquirió el 18% y la Comunidad Andina de Naciones (CAN) el 3%. Las exportaciones a Estados Unidos se incrementaron 39,5% durante los diez primeros meses del año, mientras que a la Unión Europea disminuyeron 30% y 10% a la CAN.

La drástica caída de las importaciones, que hasta mitad de año era del 36,5%, permitió alcanzar un superávit comercial de 1.120 millones de dólares, buena parte del cual se registra con los Estados Unidos. Dado este comportamiento, las proyecciones en el déficit de cuenta corriente pasan de 6% con respecto al PIB en 1998 a 2% este año.

I. Reformas estructurales y otras de reactivación económica

Buena parte de la recesión se debió a un manejo inadecuado de la política económica combinado con un severo problema de *stocks*, y a la demora en la adopción de los correctivos, especialmente en el campo fiscal. El déficit fiscal siguió aumentando y las reformas estructurales anunciadas desde hace más de un año apenas comienzan.

La destorcida de la economía, el entorno de los mercados financieros internacionales y la lentitud de los ajustes llevaron al gobierno a iniciar negociaciones con el Fondo Monetario Internacional. Este anuncio hecho en julio fue aspecto altamente positivo pues, además de garantizarle al país un monto de recursos por US\$ 2,7 mil millones (posteriormente se adicionaron US\$4,200 provenientes del BID, Banco Mundial y el Fondo Latinoamericano de Reservas), servirá para que se adopte finalmente un programa de ajuste y de reformas que permitan recuperar los niveles de crecimiento de las décadas anteriores.

El acuerdo con el FMI divulgado a mediados de diciembre incluye la presentación al Congreso de un paquete de ajuste y el cumplimiento de unas metas que serán monitoreadas por este organismo multilateral cada tres meses.

El paquete de reformas orientadas a corregir los desequilibrios macroeconómicos incluye la revisión del régimen de transferencias territoriales; racionalización del gasto público territorial; creación del Fondo de Pasivos Territorial; reforma al régimen laboral y de seguridad social (ley 100); y al régimen del monopolio rentístico de juegos de suerte y azar. El Ministerio de Hacienda decidió aplazar para el 2000 la presentación del proyecto que reforma las

Cuadro 1. PROGRAMA DE AJUSTE 2000- 2002 (Porcentajes)

Indicadores / año	2000	2001	2002
Crecimiento PIB	3,0	3,8	4,8
Inflación	10,0	8,0	6,0
Déficit Fiscal / PIB	3,6	2,5	1,5
Déficit en cuenta corriente / PIB	2,6	3,3	3,3

Fuente: DNP.

transferencias de la Nación a las entidades territoriales. Este proyecto implica una modificación de los artículos 356, 357 y 358 de la Constitución Nacional a través de los cuales se fijan los porcentajes de dichas transferencias y los sectores donde esos recursos deben ser invertidos.

El proyecto que busca poner topes al gasto corriente en las entidades territoriales quedó aplazado para el año entrante. Su debate en plenaria podría seguir durante sesiones extras a comienzo de año o en las ordinarias de marzo. Sin embargo, los ministerios de Hacienda y Gobierno se comprometieron a discutir ampliamente el contenido del proyecto con los municipios y departamentos, por cuanto este proyecto impone límites a los gastos en nómina dependiendo de los ingresos corrientes, coloca topes a los gastos de las asambleas y concejos, y elimina los organismos de control en los municipios donde no existe capacidad financiera para su mantenimiento.

En cuanto a la racionalización del gasto público de la Nación, este tema fue debatido durante la aprobación de "El Presupuesto de la Verdad", y aunque se lograron importantes avances en el recorte del gasto para el año 2000, estos fueron tímidos y se requerirá un nuevo esfuerzo del gobierno para cumplir con la meta de déficit fiscal del año entrante.

La tan anunciada reforma pensional a la Ley 100 no se presentó al Congreso, pese a los intensos debates con los empresarios y trabajadores. La decisión del gobierno es presentarlo en marzo del año entrante y entre los temas a discutir se hallan la eliminación de los regímenes pensionales especiales y el aumento en la edad de la jubilación, entre otros.

El proyecto que crea el Fondo Nacional de Pensiones de las Entidades Territoriales, por medio del cual se obliga el ahorro para reconocer estas obligaciones, fue aprobado por el Congreso. Este proyecto establece las fuentes de las cuales se nutrirá el Fondo, entre ellos un porcentaje de las regalías, y las metas de fondeo.

Uno de los proyectos que fue aprobado en Cámara es el de los juegos de azar y suerte y será retomado por el Senado a partir de Marzo. Con él se le da la titularidad del monopolio rentístico a los departamentos, distritos y municipios, y se garantizan recursos para el sector de la salud por unos 4 billones de pesos en el período 2000-2005.

Se destaca este año la aprobación de un nuevo estatuto para el sistema financiero, que abrió el portafolio de opciones para las entidades del sector. Es decir, a partir de este nuevo estatuto, las entidades intervenidas por parte de las autoridades no necesariamente serán liquidadas, sino que se pueden salvar vía, por ejemplo, capitalizaciones por parte de sus accionistas.

Otros proyectos que salen para sanción presidencial y que son importantes por su impacto en la economía son los de intervención económica y el nuevo plan de vivienda. El primero establece un nuevo régimen que promueve y facilita la reactivación de las empresas mediante la flexibilización de los acuerdos concordatarios, la concertación de reglas laborales especiales y temporales cuando las

empresas se encuentren en dificultades y nuevos roles a las cámaras de comercio y la Superintendencia de Industria y Comercio.

La nueva ley de vivienda busca poner fin a las enormes dificultades que durante este año ha tenido el sistema de financiamiento y proponer un nuevo esquema que facilite la adquisición de vivienda para los colombianos. Esta ley aclarará el panorama de los constructores y podría contribuir a que este sector despegue luego de cuatro años de profunda crisis al crear una nueva unidad de medidas UVR y los bonos hipotecarios, mecanismo que busca extender al largo plazo la vigencia de los recursos que hasta ahora son utilizados para la financiación de vivienda.

Otro proyecto que el gobierno deberá presentar al Congreso el año entrante tiene que ver con una nueva reforma tributaria, destinada a ampliar la base gravable, eliminar exenciones, reducir el impuesto de renta de 35% a 32%, coleccionar deudas tributarias, controlar la evasión y simplificar los programas impositivos para los pequeños negocios.

Hacia delante, el gobierno deberá presentar un proyecto al Congreso para reformar los impuestos territoriales; vender la totalidad de sus activos en los bancos públicos, excepto el Banco Agrario, y completar el proceso de levante de provisiones de las entidades del sector financiero a los estándares internacionales.

J. La calificación de la comunidad internacional

Los costos del año que termina han sido elevados. Después de gozar por décadas de una imagen internacional bastante favorable, durante este año el riesgo país aumentó y se perdió buena parte de la confianza de los inversionistas. Las firmas que otorgaban a la deuda colombiana la calificación de gra-

do de inversión (uno de los pocos países de América Latina que gozaba de ese privilegio), decidieron reducirla al nivel de grado especulativo.

Este proceso se inició con la decisión de Moody's en el mes de agosto, seguida por Standard & Poors y Duff & Phelps. En términos simples, aumentó significativamente la percepción de deterioro de la economía por parte de los inversionistas. Tomará varios años y un enorme esfuerzo recuperar nuevamente la confianza y la calificación de grado de inversión.

La menor confianza internacional en el país también se manifestó en un aumento de los *spreads* entre los bonos de deuda colombiana y los bonos del Tesoro estadounidense. En efecto, después de que en 1998 el país tuviera niveles similares a los de México y muy por debajo de Argentina, en 1999 Colombia se distanció de México e incluso llegó a superar los *spreads* de Argentina.

II. DEL UPAC A LA UVR

Después de 27 años en los cuales el UPAC (Unidad de Poder Adquisitivo Constante) ofreció a cerca de un millón y medio de familias la posibilidad de adquirir vivienda propia, este sistema entró en una profunda crisis⁴.

El sistema UPAC se creó como una unidad de cuenta para los ahorros y los préstamos que crecía a la par con la inflación. En el caso de los créditos, su virtud principal y lo que permitió otorgar créditos de largo plazo fue la capitalización de intereses, es decir que parte de los intereses se podían trasladar

⁴ Un análisis detallado sobre el tema y de donde se tomaron algunas ideas, se muestra en Castellanos Jorge y Suárez Felipe "Financiación de la vivienda: retos y soluciones", Debates de Coyuntura Económica No. 69, junio de 1999.

al saldo de la deuda y, por lo tanto, era posible cobrar cuotas bajas durante los primeros años del préstamo⁵. Por otra parte en el caso de los ahorros, la gran ventaja consistía en que los ahorros a la vista podían ser remunerados de acuerdo con la inflación.

Pero desde su misma creación, el sistema UPAC presentó problemas y tuvo que ser modificado en repetidas ocasiones para ser adaptado a las cambiantes condiciones macroeconómicas. Desde 1972 se han producido por lo menos 23 cambios en el cálculo de la corrección monetaria, imponiéndose límites cuando la inflación subía mucho -con el fin de proteger a los deudores de UPAC- y atándola al comportamiento de la tasa de interés cuando ésta crecía más rápidamente que la inflación -en aras de preservar la competitividad de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, CAV-⁶. Hay que recordar que no sólo el interés de los créditos estaba estipulado en términos de corrección monetaria, sino también el de los ahorros.

Es así como, durante dos décadas las CAV, especializadas en la financiación de vivienda de largo plazo bajo el sistema UPAC, lograron operar en forma eficiente y segura debido a que gozaron de enormes privilegios frente a las demás entidades del sector financiero. Adicionalmente para el éxito del sistema jugaron a favor la estabilidad económica, el aumento permanente de la valoración de la vivienda y el desarrollo del sector de la construcción.

⁵ Asobancaria, mayo de 1997, "La capitalización de intereses y la financiación de vivienda". En este estudio se explica en detalle la manera en que opera este mecanismo y sus implicaciones sobre los créditos.

⁶ Steiner, Roberto "Corrigiendo la corrección", Revista Dinero, junio de 1993. En este artículo el autor expone las razones por las cuales el UPAC debía ser eliminado y muestra que la función con que se creó, ya en 1993 estaba totalmente desvirtuada.

Pero con la Reforma Financiera de 1990 que promovió la competencia en el sector financiero -se autorizó a los demás intermediarios financieros a utilizar sistemas de amortización con capitalización de intereses y se eliminó el monopolio de las CAV en la captación de depósitos a la vista remunerados, entre otros aspectos-, los problemas de las CAV se hicieron evidentes y estas entidades no pudieron adaptarse a las nuevas condiciones de mercado. En particular, el descalce entre las tasas activas y pasivas, y las diferencias en los plazos de captación y colocación tuvieron efectos negativos que se recrudecieron en los años recientes.

El alza constante en las tasas de interés que comenzó a verse desde los primeros meses de 1998 y que llegó a su punto máximo en noviembre de ese mismo año, combinado con la caída en los ingresos, impidió a un elevado porcentaje de deudores cancelar las obligaciones crediticias adquiridas con los establecimientos del sistema financiero. Lo anterior tuvo un impacto altamente negativo para varios sectores de la economía: las entidades financieras sufrieron un fuerte deterioro de la calidad de la cartera; los deudores hipotecarios se vieron en la necesidad de entregar sus viviendas en dación de pago; y el sector de la construcción se vio afectado por la sobreoferta y el desplome de los precios de la finca raíz. En cuanto al sector financiero, es evidente que en este proceso unas de las entidades más perjudicadas fueron las CAV.

Ante esta situación de elevadas tasas de interés, y en contraste una caída en el crecimiento del IPC, desde comienzos de este año las autoridades monetarias hicieron varios intentos por cambiar la fórmula del cálculo para la corrección monetaria⁷ y darle más peso a la inflación. Sin embargo, en el mes de mayo la Corte Constitucional dispuso que el UPAC estaría atado en su totalidad a la inflación y no a la tasa de interés DTF y en septiembre eli-

minó completamente el sistema otorgándole al Gobierno un plazo para diseñar un nuevo esquema de financiación de vivienda de largo plazo. La Corte estableció que continuará rigiendo el sistema UPAC hasta junio del 2000.

En cumplimiento del fallo de la Corte, el Gobierno diseñó un nuevo sistema cuya unidad que reemplaza el UPAC es la UVR o Unidad de Valor Real y presentó al Congreso un proyecto de ley⁸ para regular el sistema de financiación de vivienda de largo plazo. El proyecto, que fue aprobado en diciembre, ha suscitado algunas críticas, en especial por parte de algunas entidades del sector financiero.

El presente artículo consta de cuatro secciones. En la primera se hace un breve recuento de la evolución del sistema UPAC durante sus 27 años de existencia; en la segunda se analiza en detalle la crisis por la que atraviesan las CAV con énfasis en el comportamiento en los años recientes; ligado a la crítica situación de las CAV la tercera sección ilustra la crisis del sistema UPAC y las decisiones de la Corte Constitucional; y finalmente se analiza la nueva ley de financiación de vivienda de largo plazo.

A. El sistema UPAC

1. Las décadas del setenta y ochenta

El sistema de financiación hipotecaria de largo plazo se creó en septiembre de 1972 con el objetivo de canalizar el ahorro hacia la construcción y finan-

ciar la creciente demanda de vivienda. Dicho sistema se caracterizaba por expresar las cuantías de ahorros y préstamos en Unidades de Poder Adquisitivo Constante (o UPAC) cuyo valor crecía a la par con la inflación y se ajustaba diariamente según lo dispuesto por el Banco de la República. En el momento en que se instauró el UPAC, la corrección monetaria quedó determinada por el IPC de los tres meses anteriores, aunque en el año siguiente dependería del IPC de los doce meses anteriores y posteriormente de los veinticuatro meses.

Este esquema permitía, en un panorama de inflación alta y predecible, mantener el valor real de los ahorros y reconocer un interés real positivo. Pero el aspecto más importante fue que en el sistema UPAC se permitió la capitalización de intereses, bajo el argumento de que la corrección monetaria se definía como un pago que no constituía una tasa de interés y por lo tanto sobre ésta se podían cobrar intereses.

Por otra parte, se creó el Fondo de Ahorro y Vivienda (FAVI) adscrito al Banco de la República como estabilizador de la liquidez de las CAV: dicho fondo percibía los excesos de liquidez reconociendo un rendimiento sobre los mismos, y al mismo tiempo financiaba caídas en los depósitos. Pero en la práctica, el FAVI no se limitaba a financiar las caídas estacionales y más bien facilitaba la transformación de plazos de fondos a las CAV, lo que reducía el riesgo de liquidez. En estas condiciones, las CAV gozaban de un enorme privilegio frente a los demás establecimientos de crédito y mantenían un apoyo permanente de las autoridades monetarias, a tal punto que el crédito del FAVI llegó incluso a afectar la evolución de los agregados monetarios⁹.

⁷ Resolución Externa No. 8, mayo 14, por medio de la cual se cambió el porcentaje del promedio móvil de la DTF que pasaría a depender del promedio de la inflación de los últimos 12 meses y de la DTF real de largo plazo.

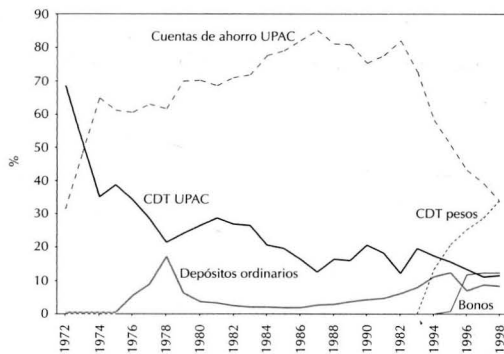
⁸ Proyecto de Ley No. 134, octubre de 1999.

⁹ Este argumento se encuentra en Subgerencia de Estudios Económicos, Banco de la República "Las corporaciones de ahorro y vivienda: itinerario y perspectivas" mimeo, noviembre de 1998.

Además, estas entidades tenían el monopolio de los depósitos denominados en UPAC, y eran prácticamente las únicas que podían remunerar el ahorro a la vista a tasas equivalentes a la inflación. La ventaja de este esquema, radicaba en que no sólo la remuneración de los ahorros tenía la misma denominación que los préstamos, sino que además este tipo de ahorro se caracterizaba por una alta estabilidad. De hecho, en las dos décadas anteriores, el ahorro y los CDT en UPAC representaban casi el 95% de los pasivos con el público de estas entidades.

Incluso, desde principios de los setenta, época caracterizada por una alta inflación, los ahorros a la vista en UPAC crecieron en tal magnitud que fue necesario en reiteradas veces, desde 1974¹⁰ hasta 1988¹¹, establecer límites a la tasa de crecimiento del UPAC para evitar que las CAV tuvieran predominio absoluto en la captación de dinero del público. A pesar de lo anterior, en los ochenta se afianzó el predominio de las cuentas de ahorro en UPAC: la participación de los depósitos de ahorro en UPAC se incrementó a 77% mientras que la de los CDT en UPAC disminuyó a 21% y la de los depósitos ordinarios se contrajo a 2% (Gráfico 13).

Gráfico 13. CAV: COMPOSICIÓN DE LOS PASIVOS (Participación en el total)



Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos de Fedesarrollo.

En síntesis, las CAV contaron con ventajas importantes frente a las otras entidades financieras pues podían capitalizar intereses en los créditos otorgados; mantenían el monopolio sobre las cuentas de ahorro a la vista remuneradas; y contaban con el FAVI como mecanismo para "estabilizar" su liquidez.

Adicionalmente, durante casi dos décadas las corporaciones tuvieron un riesgo de crédito estructuralmente bajo pues el auge en los precios de la finca raíz fomentaba la inversión en este sector y a la vez representaba una garantía de préstamo segura para las CAV.

2. Los noventa

A comienzos de la década de los noventa se liberalizó la actividad financiera a través de una reforma¹² que introdujo mayor competencia al sistema. Uno de los propósitos de esta ley fue balancear los beneficios que tenían las CAV frente a los bancos y demás entidades. De hecho, por el lado de los activos se autorizó a los demás intermediarios financieros a utilizar sistemas de amortización con capitalización de intereses, permitiéndole a éstos competir con las CAV en el otorgamiento de créditos para financiación de vivienda. Por el lado de los pasivos, se eliminó el monopolio de las CAV en la captación de depósitos a la vista remunerados, lo cual estimuló la competencia por el ahorro en el corto plazo y propició el surgimiento de nuevas alternativas de inversión atractivas con rendimientos a tasas de interés de mercado diferentes a las tradicionales denominadas en UPAC.

¹⁰ Decreto 1728, agosto de 1974, mediante el cual se estableció un tope de 20% anual.

¹¹ Decreto 530, marzo de 1988, en el cual se estableció un límite de 22% anual.

¹² Ley 45 de 1990.

En un nuevo ambiente de competencia por recursos, el fondeo de las CAV cambió en forma importante. Las cuentas de ahorro y CDT en UPAC perdieron participación en los pasivos y fueron sustituidas por CDTs en pesos y bonos, cuyos costos eran superiores al UPAC. Las cifras son contundentes: las cuentas de ahorro en UPAC pasaron de representar 82,1% de los pasivos en 1992 a 34% en 1998, mientras que los bonos, inexistentes antes de 1995 pasaron a ser el 12,6%, los CDT en pesos el 32% y los depósitos ordinarios y las aceptaciones bancarias un 8%.

El impacto de lo anterior para las CAV fue un descalce entre las tasas de los activos y los pasivos cuyo efecto negativo se incrementaba cuando las tasas de interés crecían significativamente y superaban la inflación, y un aumento del riesgo en la transformación de plazos propiciado en buena parte por la inestabilidad de las captaciones.

Para compensar el descalce de las tasas entre activos y pasivos, a finales de los ochenta las autoridades monetarias incluyeron en el cálculo de la corrección monetaria la tasa de interés. En 1988¹³ se incorporó por primera vez la tasa DTF en un porcentaje de 35%, el cual se fue ampliando con los años. En 1993 la Junta Directiva del Banco de la República expidió dos resoluciones: en la primera¹⁴ estableció que a partir de mayo de ese mismo año la CM equivaldría al 90% del costo de las captaciones en las cuentas y certificados de ahorro de UPAC del mes anterior, con tope igual a la inflación de los últimos doce meses, y en la segunda¹⁵, que se aplicaría la fórmula anterior o una CM de 19%, según la que fuera mayor.

¹³ Decreto 1319, julio de 1988.

¹⁴ Resolución Externa No. 6, marzo de 1993.

¹⁵ Resolución Externa No. 10, abril de 1993.

Aunque se redujo el riesgo de descalce en las tasas, las medidas no tuvieron el efecto esperado y la participación de los pasivos más líquidos continuó reduciéndose. Las CAV se vieron además afectadas por la desaparición del FAVI con lo cual perdieron un soporte de liquidez prácticamente inmediata. Más aún, la reducción del riesgo de descalce implicó desventajas importantes para los deudores hipotecarios que tuvieron que enfrentar un descalce similar entre sus ingresos atados a la inflación y el crecimiento de las cuotas atadas a la DTF. De hecho, estas resoluciones coincidieron con el aumento en la DTF real, lo que llevó a partir de 1993 a un aumento significativo de la CM y con ello el interés de los créditos.

Las dificultades de fondeo de las CAV fueron cada vez más evidentes en la medida en que creció la cartera. La mayor competencia en el sector obligó a estas entidades a dar más financiación flexibilizando las condiciones de otorgamiento de crédito y ampliando su horizonte a través de préstamos comerciales y de consumo. El auge económico de la primera mitad de la década actual permitió que la cartera de las CAV registrara un crecimiento promedio anual de 47%, financiando principalmente al sector de la construcción.

Pero además de las dificultades para financiar dicha cartera, el mayor riesgo de su expansión era el incumplimiento de los créditos, riesgo que de hecho se materializó a mediados de 1998 y sumió al sistema financiero, especialmente a las CAV, en una profunda crisis.

En síntesis, las CAV no lograron satisfacer los objetivos planteados por las autoridades monetarias en las reformas financieras de comienzos de la década, pues no lograron diversificar las captaciones, ni tampoco pudieron aumentar sus activos líquidos. En cambio, incrementaron la cartera y con ello el riesgo crediticio.

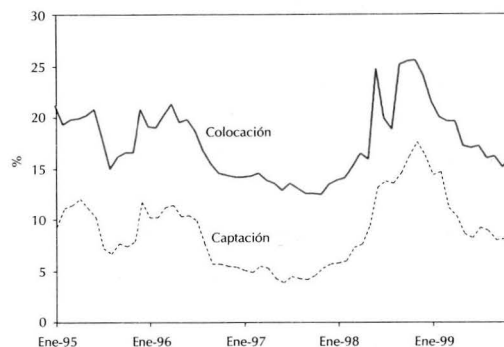
B. Crisis de las CAV

Si bien es cierto que las CAV jugaron un papel preponderante en la financiación de vivienda por dos décadas, es claro que los logros alcanzados fueron posibles por el apoyo permanente del Estado que las ponía en una situación privilegiada frente a los demás establecimientos de crédito. Pero con la liberación financiera, el sistema de las CAV se volvió insostenible y las entidades no fueron lo suficientemente competitivas como para superar los retos establecidos por las nuevas condiciones en el mercado. Además de perder los privilegios, uno de sus grandes errores fue continuar especializándose en el otorgamiento de créditos para financiación de vivienda en lugar de diversificar y competir con el resto de entidades en la captación de recursos. Por otra parte, las entidades no lograron superar los problemas relacionados con la diferencia en los plazos de las captaciones (corto plazo) y las colocaciones (largo plazo). Finalmente, la diferencia entre las tasas de interés de captación y colocación incrementó sus niveles de riesgo en circunstancias de inflación baja y de tasas de interés altas y volátiles.

En efecto, en los últimos dos años la economía entró en una etapa de recesión como consecuencia de un entorno internacional adverso y de serios desajustes domésticos. Estos factores presionaron el tipo de cambio, condujeron a un incremento sin precedentes de las tasas de interés como resultado de las fuertes expectativas de devaluación (la tasa interbancaria alcanzó niveles de 60%) y propiciaron un incremento del desempleo hasta alcanzar una dramática cifra de 20%. La recesión también se manifestó en un desplome del precio de los activos, entre ellos los de la finca raíz (Gráfico 14).

La reducción del ingreso de los particulares y de las empresas golpeados por la recesión, combinado

Gráfico 14. TASA DE INTERÉS DE LOS INDICADORES DE CAPTACIÓN Y COLOCACIÓN



Fuente: Superintendencia Bancaria y cálculos de Fedesarrollo.

con el aumento de las tasas de interés, impidió atender las obligaciones adquiridas con las entidades financieras. Esta situación condujo a un deterioro de la calidad de la cartera, a un aumento de los bienes en dación de pago y a mayores provisiones, las cuales afectaron las utilidades y deterioraron el patrimonio. Por otra parte, las elevadas tasas de interés redujeron el margen financiero de las entidades, y con ello las utilidades. Finalmente, el recorte sistemático de liquidez resultado de la política adoptada por el Banco de la República para estabilizar el tipo de cambio, afectó severamente las entidades financieras, en particular aquellas que, por su estructura, tienen requerimientos de liquidez en forma permanente.

El hecho que las cuotas estuvieran atadas a la DTF y los ingresos a la inflación llevó a que los deudores hipotecarios se vieran perjudicados por la volatilidad y el aumento de la tasa de interés y las cuotas se volvieron impagables. Esta situación se acentuó en noviembre de 1998, cuando la tasa de interés real alcanzó un nivel de 19%, tras haberse ubicado un año antes en cerca de 4%. Esto se reflejó en un aumento de la cartera vencida que, para el caso de las

CAV pasó de niveles cercanos a \$1 billón de pesos en 1997 a casi \$1,5 billones a mediados de 1998 y a casi \$3 billones en octubre de 1999 (Gráfico 15).

A su vez, el aumento de la cartera vencida llevó a un fuerte deterioro de la calidad de la misma, con un incremento bastante superior al promedio del total de establecimientos de crédito: dicho indicador pasó de 4,4% en junio de 1995, a 11,7% en el mismo mes de 1998 y a 25% en octubre de 1999 (Gráfico 16). En buena parte esto se debió al deterioro de la cartera de tipo hipotecario (el 78% de la cartera de las CAV) cuyo indicador de calidad pasó de ubicarse en 1,3% en septiembre de 1995 a 16,5% en el mismo mes del año en curso, mostrando, para el caso de las CAV, un mayor deterioro que la cartera de consumo y comercial (Gráfico 17). En efecto, la cartera hipotecaria fue aquella que, junto con la de consumo, registró un incremento más pronunciado en el indicador de morosidad pasando de 0,2% en junio de 1995 hasta llegar a un valor de casi 10% en octubre de 1999 (Gráfico 18).

Ante la crítica situación de los deudores, gran parte de ellos se vieron en la necesidad de dar su inmueble como parte de pago de su deuda. En efecto, los bienes recibidos en dación de pago por las CAV pasaron de \$31 mil millones en junio de 1995 a \$215 mil en el mismo mes de 1998 y continuaron ascendiendo en 1999 hasta alcanzar un valor de \$475 mil en septiembre (Gráfico 19).

El aumento de la cartera vencida y de los niveles de morosidad de la misma hicieron necesario un incremento de las provisiones. De hecho, para el caso de las CAV éstas pasaron de tener un valor de \$35 mil millones en junio de 1995 a casi \$300 mil millones en el mismo mes de 1999, con crecimientos anuales que superaron el 80% en particular en los dos últimos años, lo que mantuvo el nivel de cubrimiento en niveles cercanos a 9% (Gráfico 20).

Gráfico 15. CARTERA VENCIDA

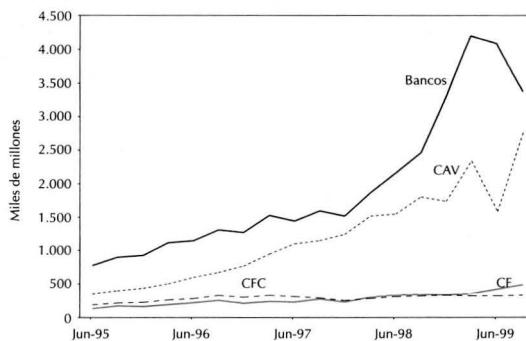


Gráfico 16. CALIDAD DE LA CARTERA (Cartera Bruta/Cartera Vencida)

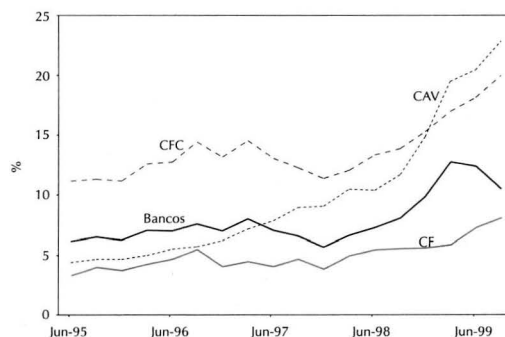
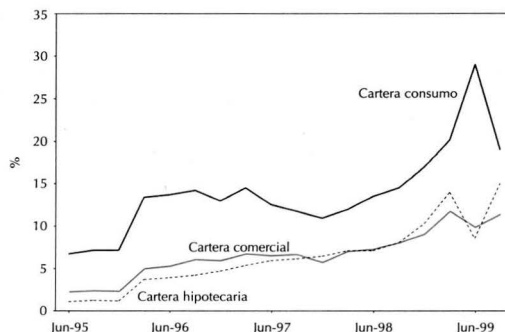


Gráfico 17. CALIDAD DE LA CARTERA POR MODALIDAD (Total establecimientos de crédito)



Fuentes: Superintendencia Bancaria y cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 18. MOROSIDAD DE LA CARTERA POR MODALIDAD Total establec. de crédito (Cartera Vencida Ponderada por Antigüedad/Cartera Bruta)

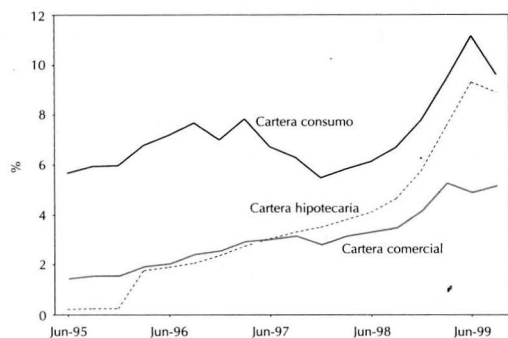


Gráfico 19. BIENES RECIBIDOS EN DACIÓN DE PAGO

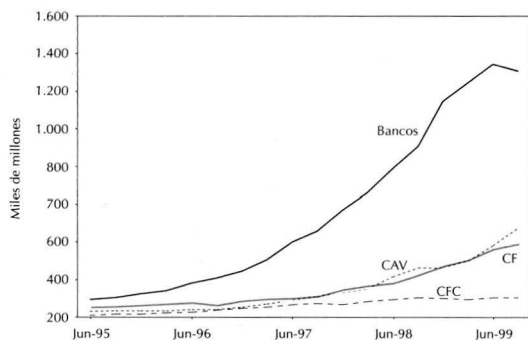
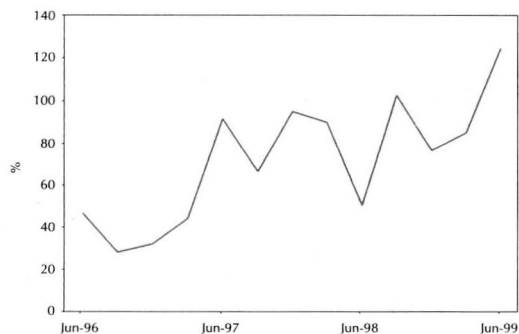


Gráfico 20. CAV: CRECIMIENTO ANUAL DE LAS PROVISIONES



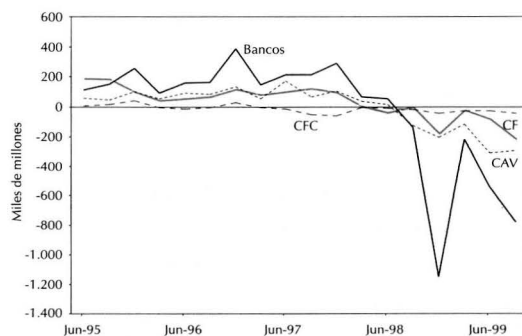
Fuentes: Superintendencia Bancaria y cálculos de Fedesarrollo.

A su vez, este aumento en las provisiones se tradujo en pérdidas patrimoniales importantes que ya en septiembre de este año sumaban \$297,7 mil millones para la totalidad de las CAV, después de registrar-se utilidades por \$13 mil millones en junio de 1998. Las mayores pérdidas correspondieron a las entidades públicas con \$275,2 mil millones (Gráfico 21).

Pero además de las provisiones, el deterioro de la rentabilidad afectó severamente los resultados del ejercicio. Para el caso de las CAV, el margen financiero, medido como los ingresos financieros menos los gastos financieros, se deterioró de manera marcada, incluso superior al deterioro de los bancos y del total de establecimientos de crédito. En particular, desde 1996 la tasa de crecimiento del margen se redujo gradualmente hasta presentar valores negativos (caídas cercanas a 40%) a lo largo de 1999 (Gráfico 22).

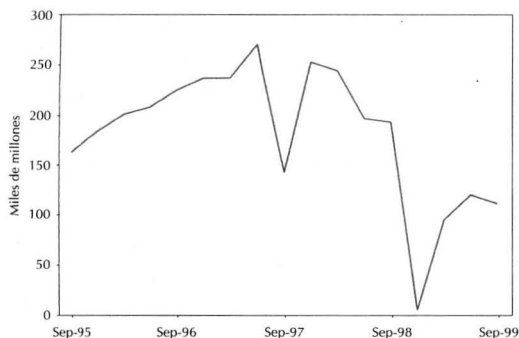
Finalmente, el descuadre del balance resultó en una fuerte pérdida de la capacidad patrimonial de las entidades. La proporción de activos improductivos (que incluye la cartera vencida y los bienes en dación de pago) sobre el patrimonio, o la expo-

Gráfico 21. UTILIDADES Y/O PÉRDIDAS



Fuentes: Superintendencia Bancaria y cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 22. CAV: MARGEN FINANCIERO (Ingresos Financieros-Gastos Financieros)



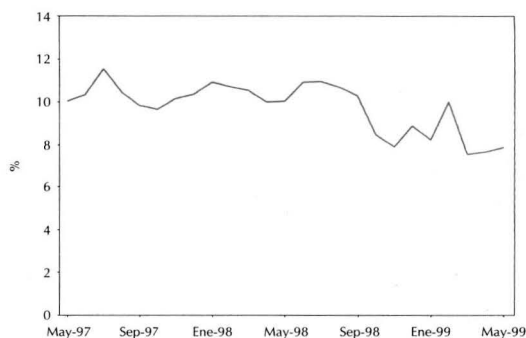
Fuentes: Superintendencia Bancaria y cálculos de Fedesarrollo.

sición patrimonial, pasó de 33,5% en septiembre de 1995 a 198,4% en igual mes de 1999. Esto implica es que si se castigara la totalidad de los activos improductivos (provisionando un 100%) de los mismos, el patrimonio tendría un valor negativo. Por otra parte, la capacidad de responder por las deudas con los acreedores o capacidad patrimonial, definida como el patrimonio técnico sobre los activos ponderados por nivel de riesgo, también ha mostrado una fuerte desaceleración para la totalidad de los establecimientos de crédito. Pero en el caso de las CAV, este indicador de solvencia, que de hecho es el más bajo entre las diferentes entidades, pasó de 10% a mediados de 1997 a 7,8% en igual período del presente año (Gráfico 23).

C. Crisis del sistema UPAC

Con la crisis del sector financiero y de las CAV vino la crisis del sistema UPAC. Las elevadas tasas de interés y la volatilidad de las mismas, los bajos niveles de inflación y los problemas estructurales de las CAV hicieron que este esquema fuera insostenible. De hecho, cientos de personas perdieron su vivienda, y las CAV fueron los establecimientos

Gráfico 23. CAV: INDICADOR DE SOLVENCIA (Patrimonio Técnico/Activos Ponderados por Nivel de Riesgo)



Fuentes: Superintendencia Bancaria y cálculos de Fedesarrollo.

de crédito más afectados lo que llevó a un estancamiento de los créditos hipotecarios de largo plazo.

De hecho, la decisión de ligar el cálculo de la corrección monetaria a la DTF hizo que el riesgo de la volatilidad de las tasas de interés, así como su incremento, se trasladaran a los deudores cuyos ingresos estaban determinados por la evolución de la inflación o del salario mínimo.

Frente a esta problemática, en mayo del presente año la Corte Constitucional dispuso que el cálculo del UPAC estaría atado enteramente a la inflación y no a la tasa de interés DTF. Determinó que si la Constitución prevé que haya sistemas de financiación de vivienda de largo plazo, no es adecuado establecer mecanismos que hagan impagables las cuotas.

El Banco de la República acató el fallo de la Corte y estableció¹⁶ que la Corrección Monetaria se calcularía en delante de acuerdo con el promedio de la

¹⁶ Resolución externa No.10, 1999.

variación anual del IPC de los doce meses anteriores. Sin embargo, cabe mencionar que la Junta Directiva del Banco estimó que no era acertado cambiar el cálculo de la CM abruptamente atándola instantáneamente en un 100% a la inflación, por lo que estableció que en el plazo de seis meses a partir de junio cambiaría la fórmula para que en el último mes de dicho período la CM dependiera en un 97% de la inflación.

Esta no fue una buena noticia para las CAV en la medida que sus recursos son captados a tasas equivalentes a la DTF para hacer frente a la competencia del resto de intermediarios financieros, mientras sus colocaciones entrarían a depender nuevamente de la CM atada a la inflación. Se presentaría otra vez un desbalance entre las tasas de remuneración de los activos y los pasivos.

Ante esta situación el Gobierno ofreció, a través de Fogafin, una cobertura (*swap*) de tasas a todos aquellos intermediarios que accedieran a cambiar los préstamos a la inflación y que compensaría el descalce entre la inflación y la DTF. Dicha cobertura se financiaría con parte de los recaudos del impuesto a las transacciones financieras del 2 x 1000, y con recursos provenientes de las utilidades del Banco de la República y del encaje del sector financiero.

Sin embargo, esta medida no fue suficiente para los deudores y en el mes de septiembre la Corte declaró inconstitucional el sistema UPAC. Decretó que el sistema se mantendrá vigente hasta el 20 de junio del año 2000, período en el cual el Congreso debería expedir una nueva ley marco que regule la financiación de vivienda colombiana.

Por otra parte, la Corte se pronunció sobre la capitalización de intereses en los primeros días de octubre y eliminó la posibilidad de utilizarla para la financiación de vivienda. Bajo esta figura, el pago

de cuotas de largo plazo se determinaba según la capacidad de pago del deudor, y una parte de los intereses que éste debía pagar todos los meses se difería en el tiempo y se trasladaba al saldo de la obligación. Este método operó bastante bien hasta 1998 cuando las tasas de interés aumentaron exageradamente y el sistema financiero entró en crisis. Fue entonces cuando las entidades optaron por ofrecer las cuotas supermínimas, que en el corto plazo eran buenas, pero que en realidad resultaron explosivas por el crecimiento desmesurado de las amortizaciones.

A pesar de todos los fallos de la Corte, el sistema financiero no ha reaccionado, y por el contrario, la situación ha venido complicándose cada vez más. El Gobierno consciente del peligro de colapso en el que se encuentra el sistema financiero, y en especial las CAV, y de la necesidad de implementar un nuevo esquema de financiación de vivienda de largo plazo para sustituir el UPAC, pasó a consideración del Congreso un nuevo proyecto de financiación de vivienda de largo plazo que se convirtió en ley el pasado 16 de diciembre.

D. Un nuevo sistema de financiación de vivienda

La crisis en el sistema de financiación analizada en los capítulos anteriores, obligó al gobierno a presentar un nuevo esquema que tomó cuerpo en la nueva ley de vivienda, aprobada a última hora por el Congreso y sancionada poco después por el presidente Andrés Pastrana. El intenso debate por algunos aspectos del articulado fue la principal característica de su accidentado paso por las comisiones y luego en la plenaria.

La nueva ley dio vida a la Unidad de Valor Real (UVR) en reemplazo del UPAC, y su variación quedó atada al Índice de Precios al Consumidor. Se creó además el Consejo Superior de Vivienda, un

organismo asesor del gobierno en esta materia y se ordenó la reconversión de las CAV en bancos comerciales en un plazo de 36 meses.

Por otra parte se autorizó a las entidades de crédito a emitir bonos hipotecarios para financiar en el largo plazo la compra de vivienda nueva o usada, denominados en UVR, y la emisión de títulos representativos de crédito respaldados por los bienes construidos o adquiridos. Para ello, se facilitó la creación de sociedades titularizadoras de activos hipotecarios, en las cuales podrá participar la Nación a través de Fogafin. Los rendimientos de estos títulos están exentos de impuesto de renta y complementarios, siempre y cuando hayan sido emitidos en los primeros cinco años a partir de la vigencia de la ley y su vencimiento no sea inferior a cinco años.

En cuanto a los criterios del crédito de vivienda de largo plazo, la ley estableció que debe ser nominada en UVR, cuyos intereses remuneratorios se cobrarán en forma vencida y no podrán capitalizarse. Los créditos tendrán un plazo de cinco a treinta años; las hipotecas con estos recursos serán de primer grado; los sistemas de amortización deberán ser aprobados por la Superintendencia Bancaria; y los créditos pueden ser prepagados total o parcialmente sin sanción por parte de la entidad prestamista.

La ley impone un límite a las tasas por mora -máximo 1,5 veces los intereses remuneratorios-, y solamente pueden ser cobrados sobre las cuotas vencidas¹⁷.

La ley de vivienda también se ocupa de la Vivienda de Interés Social (VIS), y establece los mecanismos a través de los cuales se generarán recursos para su financiación, entre ellos, la obligación de los establecimientos de crédito para invertir durante los cinco años siguientes a la vigencia de esta ley mínimo el 25% del incremento de cartera de vivienda o el 10% del incremento de sus pasivos para con el público, el que sea mayor, en el otorgamiento de créditos para financiar la construcción, mejoramiento o adquisición de VIS.

Igualmente, ordena a Finagro la destinación de parte de sus recursos a la financiación de VIS en área rural, y establece los mecanismos de inversión social para abonos a los créditos que se encuentren al día y en mora. Crea además los Títulos de Reducción de Deuda (TRD), una inversión obligatoria temporal, que obliga a los establecimientos de crédito, las sociedades de capitalización, las compañías de seguros, entre otros, a invertir el 0,68% anual de sus pasivos para con el público en estos papeles que estarán denominados en UVR. Finalmente, ordena la creación del Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria, el cual se nutrirá con el 50% de la remuneración del encaje de los establecimientos de crédito, un aporte de 150.000 millones de pesos que provendrán de las utilidades del Banco de la República y de las utilidades que surjan cuando la inflación sea mayor al incremento de las tasas de interés.

Esta ley ha sido objeto de numerosas críticas y comentarios por parte de expertos y gremios por su impacto sobre el sistema financiero y la economía en general.

Dichos comentarios se han centrado sobre los principales objetivos de la ley: la definición de un nuevo esquema de financiación de vivienda a la luz de las sentencias de la Corte Constitucional que elimi-

¹⁷ El cálculo de los UVR es: $UVR_t = UVR_{15} * (1 + i)^{td}$; UVR_t: Valor en pesos de la UVR el día t del período del cálculo; t: Número de días calendario transcurridos desde el inicio del período de cálculo hasta el día de cálculo de la UVR. R tendrá valores entre 1 y 31; UVR₁₅: Valor en pesos de la UVR el día 15 de cada mes; i: Variación mensual del IPC durante el mes calendario inmediatamente anterior al mes de inicio del período de cálculo; d: Número de días calendario del respectivo período de cálculo.

nan el vínculo automático entre las tasas de interés de captación y el costo del crédito hipotecario, y la capitalización de los intereses; el desarrollo de instrumentos que aseguren la disponibilidad de recursos de largo plazo para la financiación de vivienda; la reliquidación de los créditos para devolver a los usuarios el diferencial entre la tasa de inflación y la DTF causada entre 1993 y 1999; las nuevas reglas de juego para la financiación de la VIS.

El problema de los plazos se ataca autorizando a las entidades crediticias la emisión de los bonos hipotecarios y la titularización de los créditos hipotecarios. El costo del crédito estaría entonces determinado en buena parte por el rendimiento de estos papeles, facilitándose la transformación de los plazos, pero el riesgo del descalce no va a ser eliminado del todo puesto que el país no cuenta con un mercado de capitales de largo plazo que facilite la financiación de vivienda en ese mismo período.

En segundo lugar, las entidades del sector financiero tienen una cartera equivalente a 12 puntos del PIB denominados en UPAC con contrapartida en captaciones a tasas de interés de mercado. Durante la transformación de esta unidad a UVR, una alza en las tasas de interés por encima de la inflación llevaría a una pérdida patrimonial de dichas entidades en una coyuntura de gran fragilidad y con altos índices de cartera vencida, retardando el proceso de recuperación del sistema y de la economía.

Diferentes estimaciones señalan que el descalce de un punto por año en estas dos tasas -intereses versus inflación-, podría implicar efectos patrimoniales por 170.000 millones de pesos, mientras que la reliquidación de los créditos, cuyo procedimiento aún no es claro, podría tener un costo cercano de los \$2 billones. Si bien el gobierno creó el mecanismo para financiar estos recursos -emisión de TES

denominados en UVR y la con inversión forzosa en TRD-, una de sus fuentes es un tributo que pagaría el mismo sistema financiero.

Adicionalmente, la Asociación Bancaria encontró que el costo de todas la inversiones "forzosas" que debe hacer el sistema financiero en los diferentes instrumentos de la nueva ley de vivienda puede estar entre \$1,8 y \$3,1 billones.

La inversión en los títulos de Reducción de Deuda (TRD), podría ser de \$1,2 a \$1,4 billones; la remuneración al encaje de 197 a 212 mil millones de pesos; la inversión forzosa en VIS de 655 mil millones de pesos y la sustitución de cartera por TES entre 327 y 730 mil millones de pesos. Las diferencias provienen de calcular el valor presente neto de las inversiones a diferente tasa de interés de oportunidad.

El gremio financiero mencionado concluye que el impacto de las inversiones, tanto en su patrimonio como en la disponibilidad de recursos para la economía son negativos, y que este costo sumado a las provisiones por cartera vencida y bienes recibidos en pago de créditos, así como el impuesto del 2x1000, retardarán significativamente el fortalecimiento del sistema bancario, sobre el cual recaen actualmente duras críticas por el impacto que las restricciones crediticias tienen sobre la reactivación de la economía.

Los retos de la nueva ley hacia delante son enormes: de una parte su reglamentación y el nuevo examen que de ella efectuará la Corte Constitucional. Además, habrá que cruzar los dedos para que los bonos y títulos hipotecarios, piedra angular de esquema aprobado, se desarrollen y consoliden en un mercado prácticamente inexistente en el país: el mercado de capitales de largo plazo.