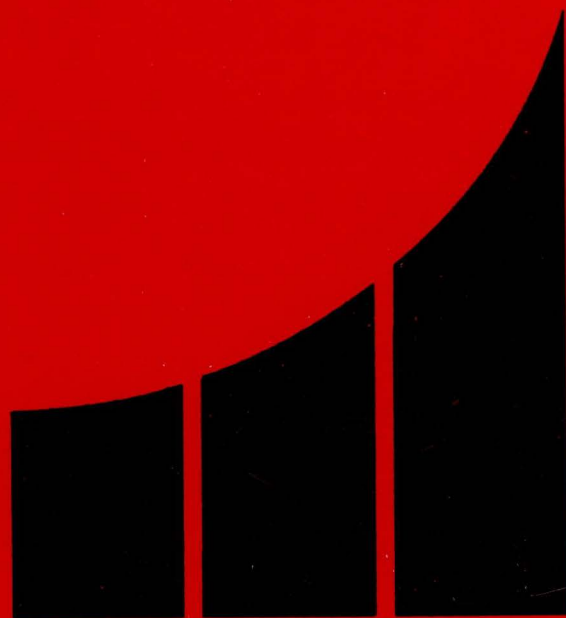


ISSN 0120-3576



COYUNTURA ECONOMICA

JUNIO DE 1999

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.
Ramiro Guerrero C.
Catalina Gutiérrez S.
Carolina Rentería R.
Carolina Soto L.
Sandra Zuluaga M.

INVESTIGADORES ASOCIADOS

Ulpiano Ayala O.
Alberto Carrasquilla B.
Israel Fainboim Y.
Humberto Mora A.
Mauricio Reina E.
Juan Gonzalo Zapata G.

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.
Natalia Pérez R.
Carlos Jorge Rodríguez R.
Sonia María Sánchez R.
Andrés Mauricio Velasco M.
Blanca Cecilia Zuluaga D.

DIRECTORA BIBLIOTECA

Lucía Fenney Pérez M.

ASESOR DE Prensa

Alvaro Pardo B.

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. XXIX No. 2 JUNIO DE 1999

EDITORIA COYUNTURA ECONOMICA
María Angélica Arbeláez R.

Publicacion admitida en el Índice Nacional de Publicaciones Seriadadas Científicas y Tecnológicas de COLCIENCIAS

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

COYUNTURA ECONOMICA

ISSN 0120-3576

Licencia del Ministerio de Gobierno No. 00374

FEDESARROLLO

Calle 78 No. 9 - 91

Tels. 312 53 00 - 530 37 17

A.A.: 75074

E-mail: administrator@fedesarrollo.org.co

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

Bogotá, D.E., Colombia

ARTES

Myriam Consuelo Lozano G.

Fedesarrollo

IMPRESION

Quebecor Impreandes

Calle 15 No. 39A-34

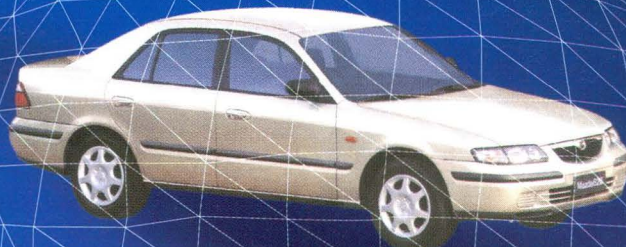
Santafé de Bogotá, D. C.

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

Contenido

EDITORIAL	5
INDICADORES DE COYUNTURA	
I. Actividad productiva	13
II. Indicadores laborales	29
III. Indicadores del sector externo	31
IV. Indicadores de la situación fiscal	42
V. Situación monetaria y financiera	45
VI. Indicadores de precios	50
ANALISIS COYUNTURAL	
I. Situación del sector financiero	55
II. El futuro del sector petrolero	69
INFORMES DE INVESTIGACION	
Hacia la devaluación real, adios bandas cambiarias <i>Juan José Echavarría S.</i>	87
La economía política de la política cambiaria en Colombia <i>Juan Carlos Jaramillo F</i> <i>Roberto Steiner S.</i> <i>Natalia Salazar F.</i>	109
La Credibilidad de la banda cambiaria en Colombia: implicaciones sobre el diferencial de tasas de interés <i>Arturo José Galindo A.</i>	151

LA REVISTA DINERO, PORTAFOLIO, BYINGTON
Y YANKELOVICH ACEVEDO Y ASOCIADOS S. A.
ANALIZARON LA CABEZA DEL CONSUMIDOR.
VEA LO QUE ENCONTRARON:

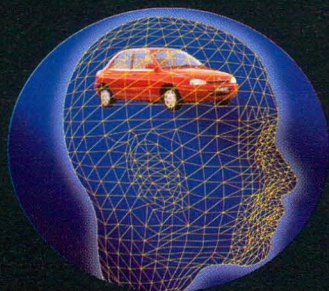


Mazda, la marca
de mayor recordación
por los colombianos.
Fuente: Revista Dinero.

Mazda, el carro
preferido por
los colombianos.
Fuente: Portafolio.

Mazda, la marca
más conocida
por los colombianos.
Fuente: Byington.

Mazda, la marca
número uno en la mente
de los colombianos.
Fuente: Yankelovich
Acevedo y Asociados S.A.



Adivine el carro preferido por 40 millones de colombianos. **Acertó.** Como lo hicieron las revistas y las empresas de **investigación** citadas arriba. Ahora adivine el **carro** que más se ve en las calles de este país. **Acertó de nuevo.** Finalmente, adivine cuál es la **marca** de su próximo carro. **Acertó otra vez.**



mazda

Editorial

La evolución de la actividad económica en el primer semestre condujo a reducir las perspectivas de reactivación para este año. Fedesarrollo estima que el PIB caerá cerca de 0,4%, un pronóstico que es sin embargo más favorable que el de otros analistas: la Cepal proyecta -0,7%, y Anif -1,5%. Para entender la gravedad de la crisis actual conviene recordar que sólo en 1930 (-0,9%) y 1931 (-1,6%) se presentaron caídas en el PIB en nuestra historia económica reciente. La recesión actual es común en América Latina, pero no parece que Colombia esté haciendo los esfuerzos requeridos para salir fortalecida de la crisis.

El presidente Pastrana no se la jugó a fondo en el primer año, cuando tradicionalmente se "quema" el capital político disponible para sacar adelante el programa de gobierno, y desaprovechó la oportunidad que le brindó el Congreso para adelantar reformas profundas de reestructuración del Estado. La recesión ha sido más fuerte y duradera de lo esperado, y el desempleo continúa siendo el principal problema social del país.

Las autoridades monetarias siguen aferradas a una banda cambiaria "saltarina" y adoptan decisiones al vaivén de lo que ordenan los especuladores. La contracción de la inversión pública fue contraproducente para el crecimiento, y el recorte de los gastos de funcionamiento aún no llega, a pesar de los anuncios periódicos del gobierno.

Las agencias calificadoras otorgaron un compás de espera al nuevo gobierno, y algunas posiblemente reduzcan el grado de inversión (otras ya lo hicieron) al ver que no se cumplieron las promesas. Será más difícil endeudarse en el exterior cuando disminuya nuestra calificación de riesgo.

El gobierno conoce perfectamente lo que hay que hacer. Lo anunció el Presidente durante su campaña, y lo mencionó el actual Ministro de Hacienda en varios foros sobre el futuro de la economía colombiana. Reducir el gasto, sanear las finanzas públicas, privatizar los bancos públicos y aquellas empresas oficiales que no funcionan, modificar el sistema de pensiones, reformar el mercado laboral, duplicar

las exportaciones, mejorar la regulación bancaria, entre otros.

Pero hay salida. La crisis es coyuntural, y las decisiones correctas adoptadas en tiempos difíciles señalan los ganadores de la próxima bonanza. Además, la reciente devaluación cambiaria puede constituir la base de la reactivación si no se esfuma en mayores precios y salarios.

El ministro de Hacienda anunció durante el foro organizado por Anif y Fedesarrollo en el mes de julio, que el gobierno acudirá al Fondo Monetario Internacional para tener una "llanta de repuesto" en esta difícil travesía. No está mal contar con la asesoría técnica de una entidad del calibre del Fondo y con su aval, para disponer de recursos adicionales, evitar ataques de corto plazo de especuladores en divisas, pero sobretodo, para llevar a cabo las reformas que la economía tanto necesita. Se acude al Fondo porque el país y la comunidad internacional dejaron de creer en la capacidad del gobierno actual para poner la casa en orden



El crecimiento económico descendió trimestre tras trimestre desde el pico logrado a comienzos de 1998 (5,5%), con caídas significativas en los dos últimos trimestres para los cuales se dispone de información: -3,1% en el último trimestre de 1998 y -5,9% en el primero de 1999. Los signos de recuperación son aún leves e inestables.

Las expectativas de producción para los próximos 6 meses de la Encuesta de Opinión de Fedesarrollo mejoraron sensiblemente entre septiembre de 1998 y abril de 1999, pero se deterioraron nuevamente en los últimos dos meses. La tendencia es aún menos clara para las demás variables: las existencias continúan altas, y los pedidos bajos, y la capacidad

utilizada por la industria registró en mayo el peor nivel desde que se dispone de información en la Encuesta; hoy no se utiliza el 40% de la capacidad disponible en las fábricas. •



Sería erróneo desconocer la influencia de las variables internacionales en la actual crisis colombiana. El crecimiento proyectado para los países en desarrollo en 1999 (3,2%) es ligeramente superior al de 1998 (2,5%), pero de todas formas uno de los más bajos en las últimas décadas. Además, se estima que el producto interno bruto de Brasil, Argentina y Venezuela caerá más de 2,5%; y el país de América Latina con mejores perspectivas, México, crecerá apenas 2,5%.

La caída en el precio internacional de los bienes primarios entre 1997 y 1999 fue, superior a 25% para el café, y significativa para el ferroníquel, el carbón y el oro, aunque debemos reconocer que el precio del petróleo ha logrado una recuperación importante en las últimas semanas. De otra parte, como resultado del "contagio" inducido por la crisis asiática, disminuyeron los flujos de capital, y especialmente los préstamos de los bancos comerciales, las emisiones de bonos, y las inversiones de portafolio. La inversión extranjera se redujo menos, pero se estima que para el año estos flujos hacia Brasil caerán 30%.

Colombia no se escapa de esta crisis. La recesión comenzó dos años antes, y la reducción de la inflación tuvo costos más elevados que lo normal, porque la utilización del ancla cambiaria durante varios años castigó duramente las exportaciones. Además, la inversión pública del Gobierno central y de las empresas estatales cayó 20% y 5% respectivamente, en 1998, y se estiman reducciones de 7% y 10% para 1999, cuando lo aconsejable era

recortar gastos "improductivos" (de funcionamiento) en un aparato estatal sobreexpandido y burocratizado.

Para prepararnos para la recuperación, Fedesarrollo ha propuesto recortar los gastos improductivos, y crear fuentes de demanda alternativas mediante la generación de exportaciones y el crecimiento de la inversión pública. También es necesario acelerar las reformas de "segunda generación" que ya realizó en buena medida América Latina. Los modelos disponibles indican que la reducción de la inversión pública habría causado una caída de 1% en el PIB. En otras palabras, la economía crecería 0,5% (y no -0,4%) en 1999 si la inversión pública hubiese mantenido el nivel de 1998, en lugar de reducirse. Más importante aún, la economía podría crecer 4,3% este año si la devaluación fuera de 20% en términos reales, con un crecimiento de 12.4% en las exportaciones y una caída similar en las importaciones.



La tasa de cambio real se revaluó en forma paulatina durante 7 años, el déficit de la cuenta corriente es el mayor de América Latina (como proporción del PIB) y la tasa de desempleo supera el 20%. Son tres señales inconfundibles de un enorme atraso cambiario. Por esta razón, se sabía que los "especuladores" atacarían durante 1999, en la misma forma en que lo hicieron recurrentemente a lo largo de 1998.

La banda fue un mecanismo útil para bajar la inflación desde los niveles inaceptables de 32% en 1990 hasta niveles "moderados" (inferiores a 20%) en los años siguientes. Pero ya cumplió su cometido y perdió toda credibilidad. Además, ha incentivado la especulación cambiaria en vez de reducirla.

Las autoridades monetarias deberían haber acabado con el esquema de bandas en marzo, cuando la ta-

sa de cambio se encontraba cerca del centro, pero no lo hicieron y el error será costoso. Forzados por los especuladores desplazaron nuevamente la banda a finales de junio, la tasa de cambio se devaluó abruptamente en ese momento, aunque el mercado hoy se encuentra más tranquilo.

Forzada o no por los especuladores, con banda o sin ella, la tasa de cambio se ha devaluado cerca de 26% en términos nominales entre finales de marzo y mediados de julio. Hoy se encuentra a un nivel que puede impulsar las exportaciones y reducir importaciones, siempre y cuando se traduzca en devaluación real. Para ello es urgente ordenar las finanzas públicas, reducir el gasto del gobierno y evitar alzas desordenadas en precios y salarios, entre otros.



No es fácil analizar la evolución reciente de las finanzas públicas en el país, pues los resultados y pronósticos se ven afectados por los cambios importantes en la inflación, en la tasa de cambio, en las tasas de interés, y en el PIB, que han tenido lugar en los últimos seis meses.

Además, existe un conjunto de eventos difícil de incorporar en los cálculos: ¿qué tan profunda es la crisis bancaria? ¿Qué implica la sustitución de la Caja Agraria por el nuevo Banco Agrario? ¿Pagarán su deuda las regiones? Los cambios recientes en el PIB dificultan aún más el análisis, ya que la modificación de la base (canasta de 1994 en lugar de la de 1975) lo elevó en 0,5 puntos.

Las proyecciones oficiales indican que el déficit del Gobierno central caerá de 5,6% (del PIB de 1975) en 1998 a 4,5% en 1999, pero buena parte del "ajuste" obedecerá al impacto de los recortes en inversión pública. Por ello se estima que el déficit co-

riente (no incluye inversión) seguirá elevándose, desde -4,7% del PIB en 1998 a -5,5% en 1999. El Gobierno central se está endeudando para pagar gastos corrientes, algo que sólo había sucedido en Colombia en la década del 50 y a comienzos de los años 80.

Hay menores recaudos y nuevos gastos respecto a lo esperado hace unos meses. Se estima que los primeros caerán \$2.286 millones (1,6% del PIB) pues el gobierno ha modificado sus proyecciones de crecimiento para la economía desde 2% hasta 1%. Y los gastos se elevarán \$1.281 millones (0,9% del PIB) ante nuevos desembolsos (en orden descendente) para el Fondo de Crédito Educativo, la banca pública y cooperativa, la reconstrucción del eje cafetero, la vivienda de interés social, el Fondo para la Paz, y para la cofinanciación de los municipios. Afortunadamente también hay reducciones de gastos, debido principalmente al saludable impacto que tendrá la caída en las tasas de interés (\$341 millones).

Además, el déficit podría ser mayor al estimado por el gobierno, debido a la caída en el recaudo de impuestos que produce la recesión. Los estimativos de Fedesarrollo indican que el cambio en la proyección, desde 1% de crecimiento del PIB (la cifra que utiliza el gobierno) a -0,4% (la proyección actual de Fedesarrollo) cambiará el déficit del Gobierno Central desde -3,8% del PIB a -4,4%, y para tener una idea del impacto de la recesión, el déficit sería de 2,5% del PIB si la economía estuviese creciendo al ritmo histórico de 4,5%.

El gobierno tendrá enormes dificultades para financiar el hueco fiscal de 1999, y en mayor medida el del año 2000. Por ello es necesario resistir las presiones de los gobiernos locales ahora que cayeron las transferencias como efecto de los menores recaudos. También será indispensable sacar adelante

los proyectos de Ley presentados por el gobierno al Congreso tendientes a "racionalizar" las pensiones en el sector público y a constituir patrimonios autónomos para el fondeo de las obligaciones. Finalmente, es fundamental discutir y aprobar la Ley Orgánica Territorial, para incentivar a los gobiernos locales a asumir las debidas competencias



La grave situación económica ha afectado también de manera intensa al sector financiero. La reducción en los ingresos de los particulares y de las empresas golpeadas por la recesión, combinado con un aumento en las tasas de interés y un excesivo nivel de endeudamiento, llevaron al deterioro de los balances de los establecimientos de crédito: la calidad de la cartera se empeoró (la cartera vencida pasó de 6% de la cartera bruta a mediados de los noventa a 14% este año), aumentaron los bienes recibidos en dación de pago, las provisiones crecieron. Si a esto se suma el descenso en el margen financiero, el resultado fue la generación de grandes pérdidas y reducción de la capacidad patrimonial.

Los problemas del sector financiero han llevado también a una importante caída en los créditos. Aunque esta variable ha estado estrechamente ligada al comportamiento de la economía y más específicamente al sector de la construcción, la cartera de crédito ha caído más intensamente que la misma actividad económica. Este fenómeno se ha originado en una fuerte contracción en la oferta de recursos financieros, que se explica en parte por el deterioro de los balances.

El gobierno nacional ha tomado en los últimos meses medidas para detener la crisis del sector. Mediante un decreto de Emergencia Económica a finales del año pasado aprobó una serie de medidas para apoyar la banca pública, el sector cooperativo

y los deudores hipotecarios. En mayo pasado, dictó medidas de salvamento para la capitalización de los establecimientos financieros del sector privado.

Aun cuando se reconoce la importancia de adoptar correctivos a tiempo y de detener una mayor crisis, Fedesarrollo advierte que el paquete de medidas dirigido al sector privado puede generar costos elevados para la Nación. Además de los subsidios implícitos en los préstamos a los accionistas, el hecho de que Fogafin aporte la casi totalidad de los recursos necesarios para la capitalización, puede conducir a un problema de riesgo moral y a un inadecuado uso de los mismos.

De igual forma, los enormes recursos destinados a la capitalización de la banca pública, estimados en \$7 billones para los próximos 10 años, tendrán un impacto negativo en el déficit del gobierno central. Para evitar mayores costos, Fedesarrollo ha insistido en la necesidad de que el gobierno emprenda cuanto antes un agresivo programa de privatización de la banca pública, más aún cuando existe el riesgo de que el Estado termine siendo el propietario de las entidades "buenas" y "malas" que hoy pertenecen al sector privado.



Las autoridades petroleras aprobaron recientemente un paquete de reformas con el fin de poner al país a competir nuevamente por inversión internacional de riesgo para el sector, y revertir la tendencia que lo llevaría a ser importador de petróleo a mediados de la próxima década. La flexibilización de esquema de regalías y la menor participación de Ecopetrol en los proyectos son medidas acertadas, pues se ha comprobado que aumentan sustancialmente la rentabilidad de los inversionistas privados.

A pesar de los nuevos beneficios, las decisiones de inversión no suelen ser inmediatas, y es necesario que otros elementos del entorno, como las conversaciones de paz con la guerrilla, despejen el camino a nuevas inversiones. Por ahora, es fundamental que Ecopetrol y el Ministerio de Minas dediquen sus esfuerzos a destrabar proyectos como el de Samoré en Arauca y Piedemonte en Casanare, donde un importante potencial de hidrocarburos podría dar un respiro al sector y al país en los próximos años.

Un estudio de Fedesarrollo sobre el impacto de las medidas recientemente aprobadas revela que la mayor rentabilidad de las compañías petroleras se traduce en nuevas inversiones, el PIB proyectado para la próxima década será mayor, las finanzas del gobierno nacional serán ligeramente menos deficitarias, habrá más capital para financiar las cuentas externas y, sobretodo, se incrementarán los recursos para la inversión en áreas sociales. Es claro, sin embargo, que los aportes de las reformas no serán suficientes para corregir los déficit fiscales del Gobierno Central y de las entidades territoriales en el largo plazo, ni tampoco mejorarán el déficit externo.

Pero quien realmente se estará jugando su futuro en la nueva década es Ecopetrol. La aprobación de un nuevo sistema contable que obliga a la compañía a rendirle cuentas a la Nación por los hidrocarburos que éste le entrega para su exploración y desarrollo, así como la obligación de empezar a aportar recursos para fondear su pasivo pensional, lo retan a mejorar su eficiencia y competitividad, especialmente en sus operaciones directas, si quiere sobrevivir en un mundo cada vez más competitivo. Reducir su planta de personal a estándares internacionales y eliminar el inequitativo régimen especial de pensiones son las tareas que Ecopetrol debe emprender de inmediato si desea subsistir.

Preparar un buen Tinto en casa es así de fácil

Utilizar Café siempre fresco y agua recién hervida.

- Usar el filtro y los recipientes completamente limpios.
- Por cada taza a preparar, medir una cucharada rasa de Café.
- Agregar el agua sobre el Café y esperar unos minutos.
- Recuerde: La bebida se debe consumir siempre fresca, nunca recalentada.

Que rico un Tinto

El Café despierta tu energía.

Indicadores de Coyuntura

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

Medellín. Colombia. Suramérica.

I. Indicadores de la actividad productiva

CRECIMIENTO DEL PIB

- ◆ La revisión metodológica reciente por parte de las entidades oficiales llevó a corregir la estimación del PIB nominal de 1998 de \$126.883 billones a \$146.780 billones. La nueva metodología se construye teniendo como base el año 1994.
- ◆ En el primer trimestre de 1999 la actividad económica colombiana continuó perdiendo dinamismo, como se viene registrando desde el inicio del segundo semestre del año anterior. La caída del PIB fue cercana a 6% según el Dane.
- ◆ De acuerdo con esta entidad, entre enero y marzo del presente año la economía se desaceleró en 5,85%, lo que implicó una reducción de 11,3 puntos porcentuales en el ritmo de crecimiento frente al mismo período del año anterior, cuando el PIB registró un incremento de 5,47%.
- ◆ El comportamiento negativo de la economía fue resultado especialmente del deterioro en la actividad industrial, construcción, comercio, transporte y servicios financieros, cuyas disminuciones oscilaron entre 5% y 19% respecto de los primeros tres meses de 1998. Sin embargo, los comportamientos positivos de la agricultura y minería evitaron una mayor disminución en la actividad económica general.
- ◆ El incremento de 2,4% en el sector agropecuario (frente a la caída de -0,25% en el primer trimestre de 1998) se explica por el aumento cercano al 10% en los productos agrícolas diferentes al café y de 3,6% en este último producto. En contras-

te, la silvicultura y caza y la pesca, disminuyeron 5,03% y 3,91%, respectivamente.

- ◆ La actividad minera sigue siendo el motor de la economía colombiana al registrar el mayor crecimiento entre los sectores (14,04%). Se destaca particularmente el aumento de 20,27% en la producción de petróleo, el incremento de 33,27% en las exportaciones de crudo y la disminución de 4,48% en la producción destinada al consumo interno.

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

	Dane		
	1998	I trimestre 1999	Fedesarrollo 1999(pr)
Sector agrícola	0,8	2,4	1,0
Café pergamino	13,5	3,6	6,5
Resto de productos agrícolas	-3,4	9,2	-0,1
Minería	10,0	14,0	5,5
Petróleo	-	20,3	10,7
Gas natural	-	-36,0	3,2
Carbón	-	-	-10,1
Resto de la minería	-	-	-0,2
Industria	-0,5	-18,3	0,0
Café elaborado	-	-	3,1
Industria sin trilla	-	-	-0,1
Construcción	-14,4	-10,9	-6,9
Servicios	0,3	-	0,5
Comercio, restaurantes y hoteles	0,9	-10,2	1,2
Transporte y almacenamiento	3,7	-6,3	2,5
Servicios financieros	-2,6	-5,0	0,7
Servicios personales	-	-	2,7
Servicios domésticos	-	-1,3	2,8
Alquiler de vivienda	-	2,6	1,3
Servicios del gobierno	-	3,8	-2,9
PIB total	0,6	-5,9	-0,4

(pr): Proyectado

Fuente: Dane y Fedesarrollo

- ◆ El comportamiento de la industria fue el menos dinámico en el trimestre al disminuir 18,25%, cerca de treinta puntos porcentuales por debajo del crecimiento de 11,3% registrado en mismo período de 1998. Es importante anotar que el deterioro de esta actividad ha sido continuo desde el inicio del segundo semestre del año anterior con caídas de 3,43% y 9,32% en septiembre y diciembre, respectivamente.
- ◆ La construcción también siguió desacelerándose, aunque en menor grado frente a los dos trimestres anteriores, al mostrar una caída de 10,89% como resultado de la disminución de 20,82% en la construcción de edificaciones y la ligera recuperación de 1,53% en las obras civiles.
- ◆ Al interior del sector de servicios, el comercio fue la actividad más afectada por la recesión con una caída de 10,15%, es decir, cerca de veintidos puntos porcentuales por debajo del aumento de 11,34% del primer trimestre de 1998. Los

servicios financieros también se redujeron considerablemente (4,96%), debido al descenso de 14,51% en los servicios de intermediación financiera y de 10,22% en otros servicios a las empresas. Por su parte, los servicios de transporte, almacenamiento y comunicaciones disminuyeron 6,32%, en tanto que los servicios comunales, sociales y personales aumentaron 2,42%.

- ◆ Teniendo en cuenta la distribución por el lado del gasto, se destaca la notable disminución de 33,37% en la inversión total frente al resultado del primer trimestre de 1998, y de 3,18% en el indicador de consumo. Este último se generó como resultado de la caída de 5,37% en el consumo de los hogares, comportamiento que fue compensado por el aumento de 3,8% en el consumo de la administración pública. Adicionalmente, las importaciones se redujeron 12,45% y las exportaciones aumentaron 13,11%.
- ◆ Las proyecciones de Fedesarrollo sobre el crecimiento de la economía para el año completo también son pesimistas. Se prevé que el PIB disminuya 0,4%, cifra inferior en casi un punto porcentual al crecimiento registrado en 1998.

Cuadro 2. CRECIMIENTO DEL PIB POR TIPO DE GASTO (Crecimiento anual)

	I trimestre		
	1997	Dane 1998	Fedesarrollo 1999(pr)
PIB	0,6	-5,9	-0,4
Consumo total	0,9	-3,2	-2,6
Privado	0,9	-5,4	-2,5
Público	0,9	3,8	-2,9
Inversión total	-6,2	-33,4	-5,9
Privada	-	-	-6,5
Pública	-	-	-8,2
Demanda interna	-0,7	-9,8	-3,4
Exportaciones	8,8	13,1	8,5
Importaciones	0,3	-12,5	-7,7

(pr): Proyectado

Fuente: Dane y proyecciones de Fedesarrollo.

- ◆ Teniendo en cuenta la distribución por sectores, todas las actividades económicas presentarán un comportamiento ligeramente más favorable frente al año anterior, aunque todavía mediocre, con excepción de la minería que crecerá sólo 5,5% frente a 10% en 1998.
- ◆ Al interior de la actividad minera, se destaca el crecimiento del 10,7% en la producción de petróleo y de 3,2% en la de gas natural. En contraste, la disminución de 10,1% en el carbón y de 0,2% en el resto de la minería, contribuirán a la desaceleración del sector de la minería.

- ◆ El sector agropecuario crecerá 1%, en respuesta al incremento de 6,5% en el café pergamino y a la ligera recuperación en el resto de productos agrícolas. La industria pasará de una variación negativa de 0,5% en 1998 a un crecimiento nulo en el presente año. Una recuperación similar se observa en el caso de la actividad constructora que, a pesar de seguir teniendo un crecimiento negativo, mejorará en 7,5 puntos porcentuales frente al año anterior. Por su parte, los servicios aumentarán 0,5%, resultado de la mejoría en el ritmo de crecimiento del comercio, restaurantes y hoteles y de los servicios financieros.

- ◆ Las proyecciones del PIB por el lado del gasto, muestran que durante el año habrá una gran contracción en la demanda interna. El consumo total caerá 2,6%, lo cual se explica por una reducción tanto del consumo privado como del gobierno. Igualmente, se estima una importante disminución en la inversión total de -5,9%, como resultado de menos inversión pública (-8,2%) y del fuerte descenso de 6,5% en la inversión privada. En el caso del sector público, el recorte de la inversión ha sido parte del paquete de ajuste fiscal. En cuanto a

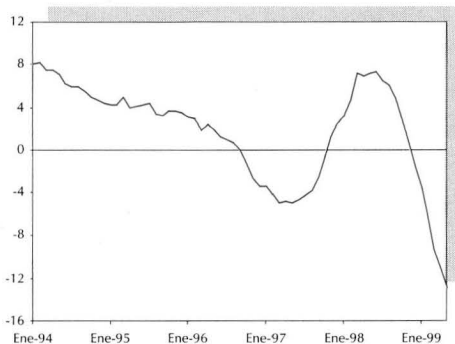
los agentes privados, las aún elevadas tasas de interés reales, la incertidumbre política y económica, y la restricción de créditos, han desestimulado fuertemente las decisiones de inversión.

- ◆ La disminución en el consumo total y en la demanda interna se reflejarán en el deterioro de 7,7% en las importaciones totales de bienes y servicios. En contraste, las exportaciones crecerán 8,5%, muy similar al aumento de 8,8% registrado en 1998.

ACTIVIDAD INDUSTRIAL

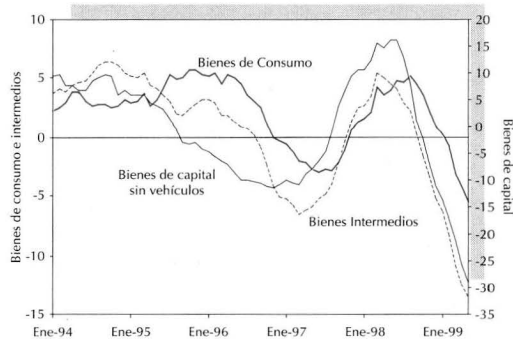
- ◆ En el transcurso de los primeros meses del año la economía colombiana siguió mostrando síntomas de recesión que se manifestaron claramente en el deterioro de los indicadores de las diferentes actividades económicas. En el caso de la actividad industrial, la producción manufacturera sin trilla de café disminuyó 20,55% al finalizar los primeros cinco meses del año frente al mismo período de 1998, según cifras del Dane. Esta situación, sin precedentes en la década, acentúa la tendencia negativa iniciada desde el segundo

Gráfico 1A. PRODUCCION INDUSTRIAL SIN TRILLA DE CAFE (Crecimiento anual acumulado del índice) Enero 1994 - mayo 1999



Fuente: Muestra Mensual Manufacturera del Dane.

Gráfico 1B. PRODUCCION INDUSTRIAL (Crecimiento anual acumulado) Enero 1994 - mayo 1999



Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo.

semestre del año anterior y refleja la grave crisis por la que atraviesa el sector.

- ◆ En lo corrido del año hasta el mes de mayo la variación acumulada de la actividad industrial sin trilla de café estuvo cerca de treinta puntos porcentuales por debajo del ritmo de crecimiento

registrado en igual período del año anterior, debido a que sólo dos sectores (petróleo y tabaco) mostraron aumentos en su producción. Teniendo en cuenta la distribución según el tipo de bienes, la caída más fuerte ocurrió en la producción de bienes de consumo (8,7%) y, en menor grado, en los bienes intermedios (-1,1%).

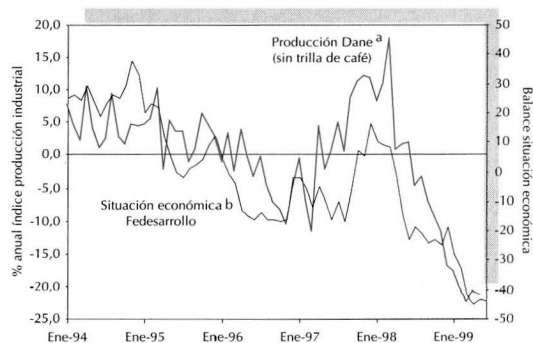
Cuadro 3. INDICADORES DE LA INDUSTRIA MANUFACTURERA (Variación porcentual)

	Producción		Empleo		Salario real	
	Ene-dic 98/97	Ene-may 99/98	Ene-dic 98/97	Ene-may 99/98	Ene-Dic 98/97	Ene-may 99/98
Petróleo	-3,8	13,8	-9,3	-26,6	5,3	-17,7
Tabaco	1,6	9,5	-3,3	-1,9	0,6	7,8
Alimentos (sin trilla)	-0,2	-8,5	-4,8	-4,5	-0,6	2,7
Prod.metálicos excepto maquinaria	-7,7	-12,1	-3,1	-13,4	0,4	3,7
Equipo profesional y científico	1,1	-13,3	1,0	-6,8	0,6	2,1
Plásticos	0,7	-14,6	-2,1	-7,4	0,3	1,0
Papel	7,9	-15,3	-4,7	-14,6	2,1	8,9
Otros derivados del petróleo	-8,8	-18,4	-5,5	-11,4	3,4	-2,2
Químicos	-6,3	-19,0	-10,3	-2,3	3,1	7,8
Bebidas	-2,0	-19,4	-0,4	-7,7	1,1	-0,3
Cuero, pieles, excepto calzado	0,0	-19,7	-8,7	-15,6	1,8	0,7
Vestuario	44,7	-20,8	21,7	-7,3	-2,8	3,4
Textiles	-3,2	-21,3	-3,7	-11,9	-1,9	0,0
Hierro y acero	-9,5	-21,4	-4,7	-5,6	0,6	5,0
Otros productos químicos	-1,1	-22,2	-2,8	-10,5	1,7	1,3
Imprentas y editoriales	2,0	-22,3	-5,5	-6,5	1,3	1,3
Caucho	-13,2	-23,0	-13,8	-17,2	-10,4	0,7
Industrias diversas	-12,6	-24,9	-8,9	-3,2	2,0	3,0
Barro, loza y porcelana	-3,3	-26,1	-7,7	-10,3	3,1	1,4
Industria de madera	-10,1	-29,0	-13,2	-24,7	-6,8	-8,3
Calzado	0,4	-31,6	-3,3	-26,7	-2,6	0,9
Productos minerales no metálicos	-8,4	-33,2	-6,2	-20,1	-1,4	-1,9
Metales no ferrosos	-2,4	-34,5	-5,1	-14,6	3,2	-1,3
Maquinaria excepto la eléctrica	-9,7	-34,6	-10,4	-22,9	0,1	1,8
Muebles de madera	-8,7	-34,9	-7,4	-18,5	-2,4	-7,1
Vidrio	-12,7	-38,2	-3,5	-9,6	0,8	-0,9
Maquinaria, aparatos eléctricos	-11,9	-38,2	-19,8	-27,4	-1,7	-1,8
Equipo y material de transporte	-8,7	-59,2	2,3	-20,5	4,1	1,3
Total	-1,4	-19,6	-3,0	-11,4	0,3	1,5
Trilla de café	1,8	-1,9	16,3	-17,4	2,4	-7,7
Toral excepto trilla	-1,6	-20,6	-3	-11,3	0,3	1,5

Fuente: Muestra Mensual Manufacturera del Dane

- ◆ El mejor desempeño sectorial correspondió a la producción de la industria petrolera que creció 13,18% entre enero y mayo, el cual estuvo asociado a la dinámica de las exportaciones, especialmente de las ventas de fuel-oil en el mercado de los Estados Unidos. La industria tabacalera también creció (9,5%) durante el mismo período, y su comportamiento se debió a la reducción de los niveles de contrabando registrados en los últimos meses. El resto de los 28 sectores de la muestra del Dane presentaron tasas de crecimiento negativas. Los sectores que mostraron el peor desempeño fueron los de equipo y material de transporte (-59,2%) y maquinaria (-38,21%) y aparatos eléctricos (-38,17%).
- ◆ No obstante, algunas de estas industrias están realizando importantes esfuerzos para superar el impacto negativo de la falta de demanda interna para sus productos. En ese sentido, industrias como las de minerales no metálicos, plásticos y vidrios, han realizado importantes inversiones para mejorar su capacidad productiva. Otras están en la búsqueda de nuevos mercados internacionales para sus productos, tal es el caso de las empresas productoras de muebles de madera, papel, vidrio, equipo y material de transporte y las industrias gráficas.
- ◆ Consistentemente con el comportamiento negativo de la producción industrial, el indicador de empleo se redujo en 11,33% frente al período enero-mayo de 1998, como resultado de la suspensión o liquidación de las actividades de varias de las empresas pertenecientes a las industrias de alimentos, confecciones, textiles, cuero, calzado y madera, entre otras. Adicionalmente, las empresas que aún se mantienen en el mercado han tenido que reducir el nivel de contratación de personal: 13,14% en el empleo temporal y 10,87% en el permanente.
- ◆ En el acumulado hasta el quinto mes del año, el salario real promedio pagado por la industria manufacturera empezó a crecer en un orden cercano al 2%. Las agrupaciones industriales de mayor crecimiento en el nivel salario real pagado fueron las de papel (8,9%), tabaco (7,8%), productos químicos (7,8%), y productos de hierro y acero (5,0%). La mayor reducción se registró en las refinerías de petróleo (-17,7%).
- ◆ Sorprende la caída de veinte puntos porcentuales en la productividad laboral promedio en el sector industrial sin trilla de café, al pasar de un incremento de 9,29% en los primeros cinco meses de 1998 a una caída de 10,4% en igual período del presente año. Sólo tres agrupaciones presentaron aumentos en su productividad laboral: derivados del petróleo (55,1%), tabaco (11,6%) y productos metálicos, excepto maquinaria (1,54%). En contraste, equipo y material de transporte, vidrio y sus productos, industrias básicas de meta-

Gráfico 2A. ACTIVIDAD PRODUCTIVA Y SITUACION ECONOMICA DEL SECTOR INDUSTRIAL Enero 1994-junio 1999



^a Tasa de crecimiento anual del índice de producción. Datos hasta mayo de 1999.

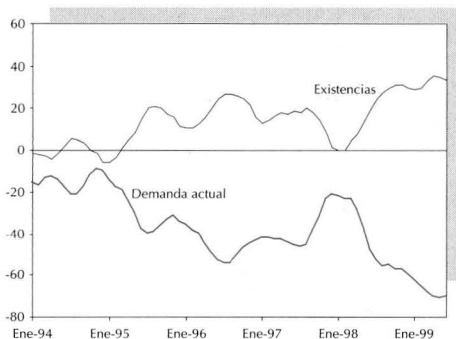
^b Balances: diferencia entre porcentaje de respuestas: positivas (más, alto, mayor, bueno) y negativas (menos, bajo, menor, malo).

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo y Dane.

les no ferrosos y muebles de madera, fueron las agrupaciones con las caídas más fuertes en la productividad (49%, 32%, 24% y 20%, respectivamente).

- ◆ En contraste con estos indicadores y con los signos de fuerte deterioro de la actividad económica, los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo al mes de junio mostraron una ligera recuperación en las expectativas de situación económica para los próximos meses en las grandes empresas. Igualmente se observó una leve disminución en el nivel de existencias de productos industriales y la estabilización en la demanda de estos productos en el mercado nacional (con lo cual se quebró la tendencia decreciente).
- ◆ Los resultados de la Encuesta de Opinión muestran que durante el mes de junio, la situación económica de las grandes industrias mejoró significativamente, en contraste con el comportamiento de las pequeñas y medianas empresas, generando una ruptura en el deterioro permanente que se venía registrando desde el inicio de 1998 y que se acentuó al finalizar ese año. En el

Gráfico 2B. EXISTENCIA Y PEDIDOS (Balances suavizados) Enero 1994 -junio 1999



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

Gráfico 2C. EXPECTATIVAS DE SITUACION ECONOMICA (Balances suavizados) Enero 1994 - junio 1999

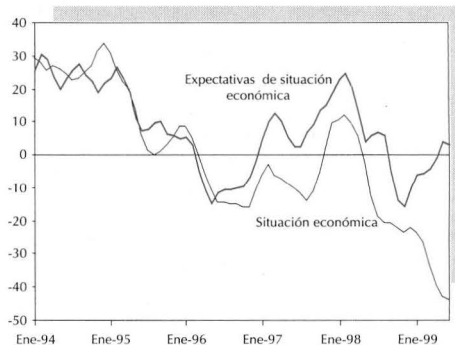


Gráfico 2D. EXPECTATIVAS DE PRODUCCION PARA EL PROXIMO TRIMESTRE (Balances suavizados) Enero 1994 - junio 1999

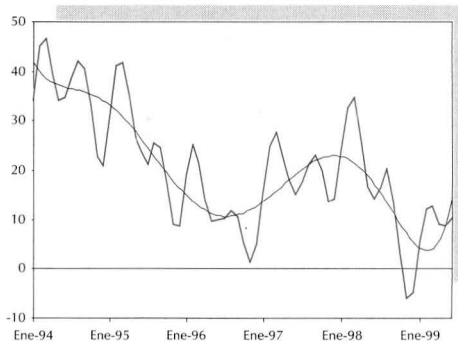
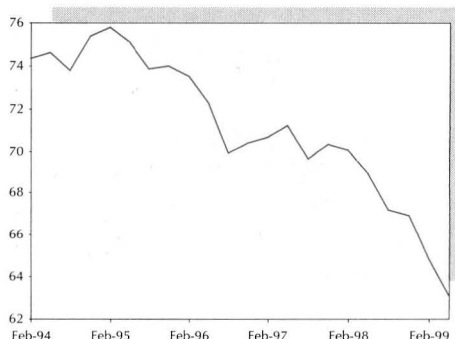


Gráfico 2E. UTILIZACION DE LA CAPACIDAD INSTALADA DEL SECTOR INDUSTRIAL Febrero 1994 - mayo 1999



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

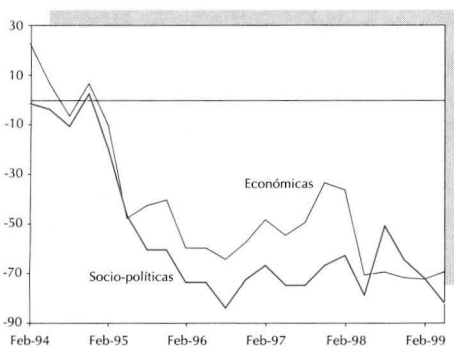
mes de junio, el 49% de los empresarios encuestados estimó que su situación económica era mala, frente a 32% que así lo consideró en el mismo mes de 1998 y 30% que lo hizo en diciembre anterior. En contraste, el 5% de los empresarios percibió una situación favorable para su actividad económica al finalizar el primer semestre del año.

- ◆ Después de ubicarse en uno de los peores niveles que hasta el momento haya registrado la Encuesta de Opinión y de haberse desacelerado desde el inicio del presente año, la actividad productiva de la industria manufacturera registró un aumento importante durante el mes de mayo: para el 17% de los empresarios la actividad productiva del mes fue positiva y para el 45% no registró cambio alguno frente a los meses precedentes.
- ◆ De manera consistente con los anteriores resultados, durante el mes de junio se observó una pequeña disminución en el nivel de inventarios de productos industriales. Sin embargo, es importante mencionar que este nivel se ubica aún dentro de los más altos de la presente década. La ligera recuperación puede explicarse porque el

nivel de pedidos dejó de caer al ritmo en que lo venía haciendo en los meses anteriores, o simplemente porque se redujo el nivel de producción. Este indicador se mantuvo estable después de un continuo deterioro de más de un año y al mes de junio, el 22% de los empresarios encuestados no observó cambio alguno en los pedidos de sus productos respecto al mes de mayo y cerca del 5% si reportó un aumento. Aunque éste no necesariamente es un resultado muy halagador, pues la demanda se ubica en niveles extremadamente bajos, podría interpretarse como una señal positiva.

- ◆ Las expectativas de producción para el próximo trimestre registraron una mejoría frente a los primeros meses del año y el 63% de los empresarios mantendrá su ritmo actual de producción en los meses siguientes. Las expectativas de situación económica de las pequeñas y medianas industrias, por el contrario, empezaron a disminuir desde el inicio del segundo trimestre y, por el contrario, las perspectivas de las grandes empresas aumentaron, lo que permite prever resultados positivos en la actividad industrial para los próximos meses. La mejoría en estas expectativas obedece a que después del deterioro que se presentó entre enero y febrero del presente año, los empresarios industriales parecen haber recuperado la confianza y perciben un entorno económico más favorable para el desarrollo de sus respectivas actividades industriales. Durante el mes de junio cerca del 25% de los empresarios estimó una situación económica favorable para los próximos meses frente al 52% que no observó cambio alguno.
- ◆ Cabe resaltar que, a pesar de estar en el nivel más bajo de utilización de la capacidad instalada (61%) y de contar con un permanente deterioro en las condiciones sociopolíticas para la inversión

Gráfico 3. CONDICIONES PARA LA INVERSION
Febrero 1994 - mayo 1999



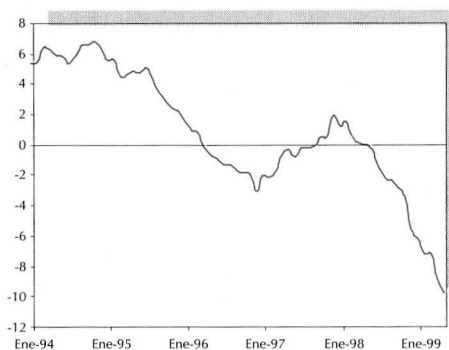
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

desde el segundo semestre del año anterior, las condiciones económicas han mejorado en el último trimestre, posiblemente en respuesta a la disminución de las tasas de interés y a los descuentos tributarios a los que pueden acceder aquellos empresarios que aumenten el empleo en sus respectivas industrias.

ACTIVIDAD COMERCIAL

- ◆ Al finalizar los primeros cinco meses del presente año, las ventas del comercio minorista (sin incluir combustibles) disminuyeron 12,53% frente a 1,87% de caída registrada en igual período de 1998. Es importante anotar que cuatro de las ocho agrupaciones que componen la muestra presentaron cambios en su tendencia positiva a negativa entre uno y otro período. Estas fueron vehículos y repuestos, muebles y electrodomésticos, cacharrerías, bazares y misceláneas, y vestuario y calzado.
- ◆ En general, todas las agrupaciones disminuyeron de manera significativa los ritmos de crecimiento

Gráfico 4. INDICE DE VENTAS DEL COMERCIO (Crecimiento anual acumulado)
Enero 1994 - mayo 1999



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

de sus ventas minoristas. Sin embargo sobresalen las variaciones negativas que se registraron en los rubros de vehículos y repuestos, artículos de ferretería, muebles y electrodomésticos, y cacharrerías, bazares y misceláneas (44,7%, 38,5%, 21,5%, y 12%, respectivamente).

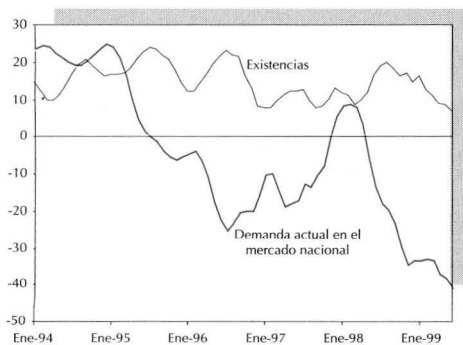
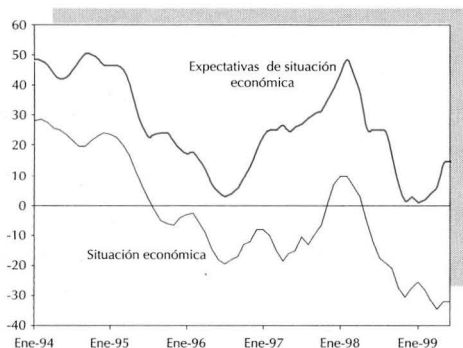
- ◆ Por su parte, las ventas de gasolina disminuyeron cerca de 8% en el transcurso de los primeros

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

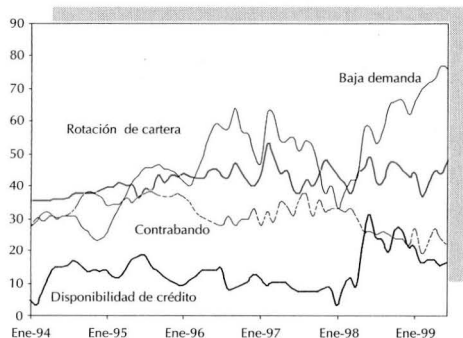
		Total sin combustible	Cacharrerías, bazares y misceláneas	Alimentos y bebidas	Vestuario y calzado	Farmacias	Muebles y electrodomésticos	Artículos de ferretería	Vehículos y repuestos	Mercancías no calificadas
1997	I	1,9	1,8	2,1	8,4	-3,6	12,4	-11,5	-4,4	-4,7
	II	0,7	14,6	-3,6	8,4	-1,3	18,4	1,5	-3,8	-1,4
	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
	IV	-8,2	-6,8	-0,9	-8,1	-7,8	-15,6	-28,1	-26,6	-14,8
1999	I	-10,9	-8,9	-5,4	-2,4	-5,6	-18,1	-36,0	-42,1	-5,0
Mayo										
1998/1997		-1,9	6,2	-7,1	5,1	-1,1	12,0	-1,6	1,6	-4,0
1999/1998		-12,5	-12,0	-5,1	-8,7	-5,3	-21,5	-38,5	-44,7	-6,6

Fuente: Muestra Mensual de Comercio al Por Menor del Dane.

Gráfico 5. INDICADORES DE OPINION SOBRE LA ACTIVIDAD COMERCIAL (Balances suavizados) Enero 1994 - junio 1999



PROBLEMAS
Representación porcentual (%)



Fuente: Encuesta de Comercio de Fedesarrollo y Fenalco.

cinco meses del año al pasar de 828,2 millones de galones entre enero y mayo de 1998 a 762 millones de galones en igual período del presente año. La reducción se explica por la caída en las ventas de vehículos y por el contrabando de combustible que se viene registrando en las zonas fronterizas.

◆ Consecuentemente con el comportamiento de la actividad económica comercial, este sector ha reducido considerablemente su nivel de contratación laboral en 15,43% frente al período enero-mayo de 1998. De igual manera los sueldos y prestaciones pagados por el comercio minorista disminuyeron en 10,9%.

◆ En contraste con estos indicadores de la actividad comercial, los resultados de la Encuesta de Opinión al mes de junio, muestran una ligera tendencia a la estabilización en la situación económica de los empresarios del sector, debido especialmente a la reactivación en los niveles de pedidos y al ligero aumento en la rotación de cartera y en la disponibilidad de crédito, aunque estos siguen siendo precarios. No obstante, la demanda se encuentra en el nivel más bajo de la presente década.

◆ Como resultado de la ligera estabilización de la situación económica en la actividad comercial y en las expectativas económicas de la industria, los comerciantes encuestados estiman una recuperación significativa en sus expectativas para los próximos meses.

ACTIVIDAD CONSTRUCTORA

◆ El censo de la construcción realizado por el Dane para el primer trimestre del año confirmó las dificultades por las que atraviesa esta actividad económica. En efecto, el 49,2% del área censada

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

	98/97	99/98
Mayo		
Producción de cemento (toneladas)		
Producción total según Dane	-3,0	-16,8
Junio		
Índice de costos de la construcción de vivienda		
	9,4	5,7
Licencias aprobadas para la construcción (miles de m ²)		
Total nacional	3,5	-36,3
Bogotá	-12,0	-29,4
Resto del país	10,0	-38,9
Licencias aprobadas para la construcción de vivienda (miles de m ²)		
Total nacional	28,2	-42,4
Bogotá	-12,5	-37,3
Resto del país	53,9	-44,2
Valor nominal acumulado del flujo neto de préstamos de las CAVs (millones de pesos)		
Préstamos aprobados		
Constructores	-8,1	-75,6
Individuales	-1,4	-73,5
Otros	-12,9	-84,2
Préstamos entregados		
Constructores	-2,8	-27,0
Individuales	0,8	-53,0
Otros	3,0	-56,8
	-0,1	-79,8
	-0,2	90,5

Fuente: Dane, ICAV.

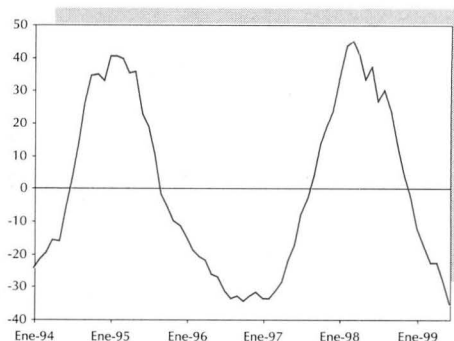
se encontraba en proceso de construcción, el 14,1% estaba culminada y el 36,7% tenía paralizada su actividad.

- ◆ De acuerdo con los resultados del X Censo de Edificaciones, el área en proceso de construcción fue de 4,12 millones de m², inferior en 3,36 millones de m² respecto al área registrada en el censo del primer trimestre del año anterior, lo que equivale a una disminución de 45%. Las mayores disminuciones del área en proceso de construcción se registraron en hoteles (-66%), comercio (-55%), oficinas (-49%), apartamentos (-47%), casas (-46%)

y educación (-46%). Por el contrario, el área en proceso para la construcción de obras públicas aumentó cerca de 30% y para hospitales 12%.

- ◆ Del total del área en proceso de construcción, el 50,6% se localizó en Santafé de Bogotá, el 20,2% en Medellín, el 10,7% en Bucaramanga y el 15,5% se concentró en Barranquilla, Cali y Pereira. Frente a los resultados del primer censo del año anterior, sobresale la disminución en todas las ciudades que componen la muestra, en especial la caída de 54% en la ciudad de Cali y de 42% en Santafé de Bogotá.
- ◆ Durante el primer trimestre del año se iniciaron obras en una área total de 471.614 m², resultado inferior en 8,7% al área registrada en el censo anterior y cerca de 70% por debajo de los metros cuadrados iniciados en el mismo período de 1998. A este comportamiento contribuyó la desaceleración en el ritmo de iniciación de obras destinadas a la vivienda, oficinas, comercio, educación, bodegas y hoteles que en conjunto restaron 61,1 puntos porcentuales a la variación total. En todas las seis áreas metropolitanas que cubre el censo, el área iniciada disminuyó consi-

Gráfico 6. AREA APROBADA PARA LA CONSTRUCCION DE VIVIENDA (Crecimiento anual acumulado) Enero 1994 - junio 1999



Fuente: Dane.

derablemente con variaciones negativas por encima del 50%.

- ◆ Es importante anotar que de acuerdo con los resultados de este Censo de Edificaciones, el área culminada alcanzó 1.182.347 m², cifra que equivale a una disminución de 42% frente al primer censo de 1998, en tanto que el área inactiva aumentó en 47%: 237.872 m² nuevos y 742.589 m² que continúan paralizados.
- ◆ Entre enero y mayo del presente año, la producción acumulada de cemento alcanzó una cifra cercana a 2,9 millones de toneladas, 583 mil toneladas menos que las registradas por el Dane en el mismo período de 1998, lo que equivale a una disminución de 17% en el ritmo de crecimiento de esta actividad.
- ◆ En el primer semestre del año, el índice de costos de construcción de vivienda acumuló un crecimiento de 5,7%, cifra inferior en 3,7 puntos porcentuales a la variación respectiva de 1998. En el transcurso de este período, Armenia, Pereira y Cúcuta fueron las ciudades con mayores incrementos en el ICCV (11,43%, 10,16% y 9,6%, respectivamente), como consecuencia de los ajustes salariales y los incrementos en el grupo de herramientas y alquiler de equipos para la construcción.
- ◆ Las licencias de construcción aprobadas hasta el sexto mes del año (3.347.605 m²) disminuyeron 36,3% frente al mismo período del año pasado. Este comportamiento es resultado principalmente de la caída superior al 42% en el área aprobada para la construcción de vivienda, de 35,1% para otros usos diferentes al residencial, de 34% en hoteles, de 22,7% en comercio y de 19,2% en bodegas. Si bien el año pasado esta crítica situación afectó en especial a Santafé de Bogotá, en el presente año se ha extendido a todo el país. Del total de metros cuadrados aprobados para la construcción entre enero y junio, 81% tuvo como destino el uso habitacional y comercial.
- ◆ Durante el primer semestre del año fueron aprobados 2,42 millones de m² para la edificación de vivienda, inferior en cerca de 1,8 millones de m² al área aprobada entre enero y junio del año anterior. De esta área, 41,8% fue para la vivienda de interés social (frente a 33,8% registrado en el mismo período del año anterior).
- ◆ Otro indicador de la grave situación son los préstamos de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda al sector de la construcción. Los préstamos aprobados por estas instituciones financieras sumaron \$503.863 millones hasta el mes de junio, cifra que representó una disminución de \$1.561 miles de millones frente al primer semestre de 1998, equivalente a una caída de 75,6%. En general todos los tipos de préstamos aprobados se vieron afectados, pero en especial los individuales (-84,2%) y para constructores (-73,5%). Una situación similar ocurrió en el monto de créditos entregados que se redujo en cerca de 55%, al pasar de \$1.714.211 millones en el período enero-junio de 1998 a \$805.672 millones en el presente año, siendo las personas naturales y los constructores los más afectados en la asignación de éstos (-79,8% y -56,8%, respectivamente).
- ◆ Los resultados de la Encuesta de Opinión para el sector de la construcción en el segundo trimestre del año muestran que 52% de los constructores tuvo a su cargo la ejecución de obras en el período abril-junio, especialmente de edificaciones para el comercio, oficinas, locales y bodegas. Sin embargo, esta tasa es baja si se le compara con los resultados obtenidos en el mismo período

Gráfico 7A. ACTIVIDAD CONSTRUCTORA (Balances)* I trimestre 1994 - II trimestre 1999

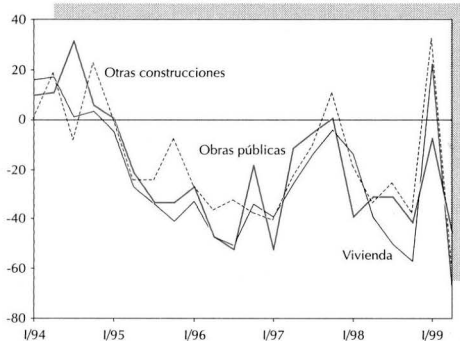


Gráfico 7B. INICIACION DE PROYECTOS DE VIVIENDA DURANTE EL TRIMESTRE (%) I trimestre 1994 - II trimestre 1999**

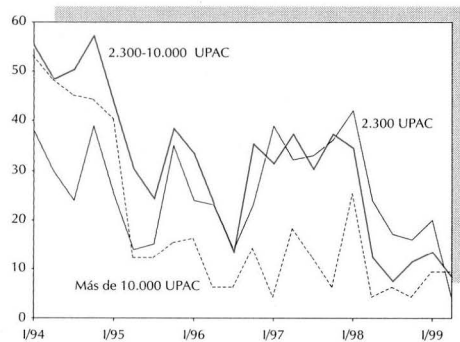
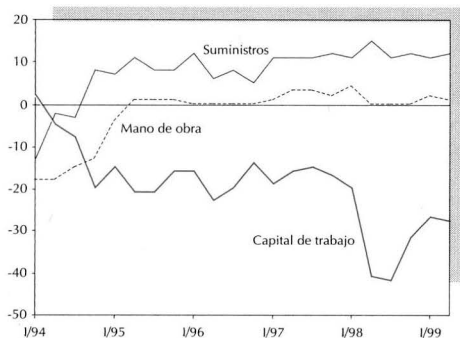


Gráfico 7C. FACTORES DETERMINANTES DE LA ACTIVIDAD CONSTRUCTORA DE VIVIENDA (Balances*) I trimestre 1994 - II trimestre 1999



* Diferencia entre porcentajes de respuestas favorables y desfavorables.

** Porcentaje de respuestas positivas.

Fuente: Encuesta de construcción de Fedesarrollo y Camacol Cundinamarca.

Gráfico 7D. SITUACION ECONOMICA Y EXPECTATIVAS (Balances)* I trim 94 - II trim 99



Gráfico 7E. VENTAS DE VIVIENDA (Balances)* I trimestre 1994 - II trimestre 1999

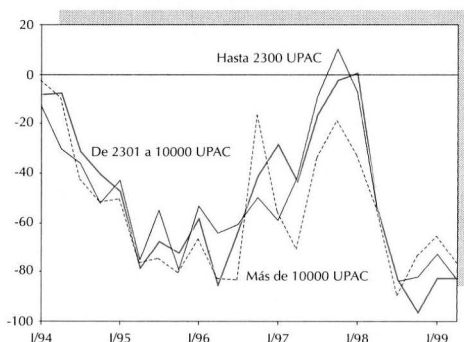
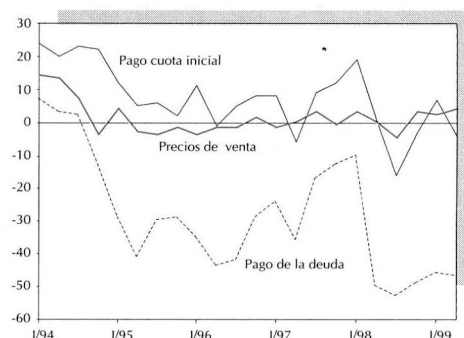


Gráfico 7F. FACTORES QUE INFLUYEN EN LAS VENTAS DE VIVIENDA (Balances)* I Trimestre 1994 - II trimestre 1999



* Diferencia entre porcentajes de respuestas favorables y desfavorables.

Fuente: Encuesta de construcción de Fedesarrollo y Camacol Cundinamarca.

del año anterior cuando el porcentaje de ejecución de obras se acercó al 80%.

- ◆ En promedio, durante el trimestre la construcción de vivienda, obras públicas y otras construcciones disminuyó 75% frente al mismo período del año anterior y 60% respecto de los primeros tres meses del presente año. Al interior del sector, la edificación de vivienda ha sido la actividad más afectada por la difícil situación de los constructores. Adicionalmente, entre abril y junio sólo el 8% de los encuestados inició proyectos de vivienda, en especial de viviendas cuyo costo fue superior a los 2.300 UPAC y, en consecuencia, la situación económica en las empresas constructoras fue negativa (cerca de 55%), al tiempo que se redujo en 57% el número de personas contratadas.
- ◆ Según las respuestas de los constructores, las ventas de vivienda se deterioraron nuevamente durante el segundo trimestre del año. Entre abril y junio, sólo se mantuvieron estables las ventas de vivienda para estrato medio, en tanto que las ventas de vivienda cuyo costo no supera los 2.300 UPAC y las superiores a 10.000 UPAC disminuyeron de forma notoria, después de una ligera recuperación en los tres primeros meses del año. Es importante anotar que estas ventas se encuentran todavía en niveles negativos, debido a los altos costos financieros que actualmente implican la compra de vivienda, sumado a la difícil situación de demanda en el mercado.
- ◆ De manera consistente con estos resultados, los constructores estiman un nuevo deterioro en su situación económica para el próximo semestre. El 34% de los empresarios considera que aumentarán las dificultades para la construcción de oficinas, locales y bodegas y el 30% para la edificación de vivienda. Sin embargo, el 12% de ellos prevé una mejor situación en la construcción de obras públi-

cas, donde precisamente se estima un comportamiento estable en el número de personas contratadas.

ACTIVIDAD MINERA

- ◆ Las cifras más recientes del DNP muestran que el sector de la minería ha sido el más dinámico de la economía en el primer trimestre del 1999 y se espera que este comportamiento se mantenga a lo largo del resto del año.
- ◆ Adicionalmente, son importantes los esfuerzos que el Ministerio de Minas y Energía está realizando con el fin de ampliar las reservas de hidrocarburos en cinco mil millones de barriles durante los próximos diez años para mantener los actuales niveles de producción. Dentro del paquete de medidas se encuentra la flexibilización del esquema de regalías, la reducción en el porcentaje de participación de Ecopetrol en la inversión y producción de los nuevos descubrimientos, y cambios en el régimen de depreciación de los activos, todos con impacto sobre el

Cuadro 6. PRODUCCION DE PETROLEO Y SUMINISTRO DE GAS NATURAL

		Producción petróleo (BPD)	Suministro gas natural (MBTU/día)
1996		625.000	458.556
1997		652.184	583.000
1998		754.345	613.819
1999	Enero	843.328	484.632
	Febrero	828.441	464.944
	Marzo	816.469	471.529
	Abril	831.962	486.019
	Mayo	812.800	479.425

Fuente: Ecopetrol.

Gráfico 8A. PRODUCCION DE PETROLEO
(Miles de barriles diarios)
Enero 1994 - mayo 1999

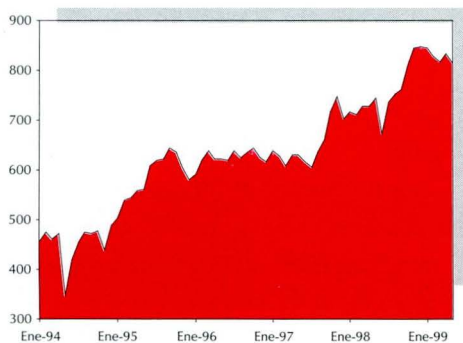


Gráfico 8B. PRECIO EXTERNO DEL PETROLEO
(Dólares/barril)
Enero 1994 - mayo 1999

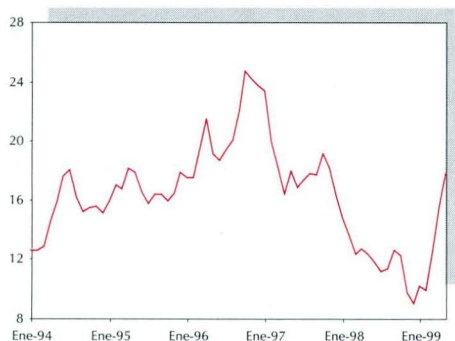
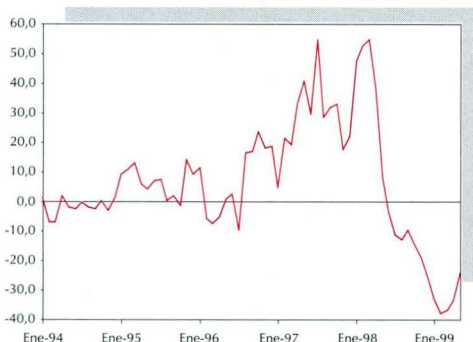


Gráfico 8C. SUMINISTRO DE GAS NATURAL
(MBTU/día)
Enero 1994 - mayo 1999



Fuentes: Ecopetrol.

PIB, inversión, exportaciones, finanzas públicas y variables sociales (educación y salud).

- ◆ Al cierre de los primeros cinco meses del año, las cifras de Ecopetrol muestran una producción promedio de 826,6 miles de barriles diarios de crudo, cerca de 102 mil barriles más que en el mismo período de 1998, cuando la producción promedio fue de 725,5 miles de bpd. No obstante, el nivel de producción ha venido disminuyendo desde el inicio del año, debido especialmente al descenso en la producción de los campos de Caño Limón.
- ◆ Por su parte, el volumen de exportación de crudo de Ecopetrol disminuyó 6,4% al pasar de 262.944 bpd en promedio para los primeros cinco meses de 1998 a 246.188 bpd en igual período del presente año. Durante el mes de mayo, esta compañía exportó en promedio 328.645 bpd, superior en 26 mil bpd al volumen registrado en igual mes de 1998.
- ◆ Después de la difícil situación internacional de los precios del crudo registrada durante buena parte del año anterior y en los primeros meses de 1999, y que se reflejó directamente en el descenso de los precios del petróleo colombiano, al finalizar el mes de mayo éstos lograron recuperarse levemente en cerca de US\$9/barril frente al mes de diciembre.
- ◆ Respecto del suministro de gas natural, las estadísticas de Ecopetrol muestran una importante pérdida en el dinamismo que este indicador registró meses atrás. En efecto, en el transcurso del primer trimestre del año el suministro de gas natural disminuyó en promedio 36% frente a igual período del año anterior, como resultado de la menor demanda por parte de las plantas térmicas. Sin embargo, desde el pasado mes de abril,

Ecopetrol ha reportado una ligera recuperación en el suministro de este combustible.

ACTIVIDAD AGRÍCOLA

Café

- ◆ Según información de la Federación Nacional de Cafeteros, durante el primer semestre del año se produjeron 4,3 millones de sacos de 60 kg. de café pergamino, cerca de 1,3 millones de sacos menos que en los primeros seis meses del año pasado. Este comportamiento se explica por la

Gráfico 9A. VOLUMEN DE PRODUCCION Y EXPORTACION DE CAFE (Crecimiento anual acumulado) Enero 1994 - junio 1999

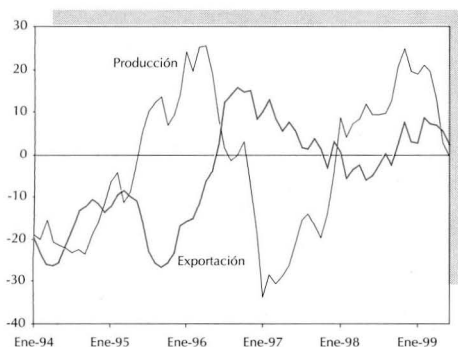
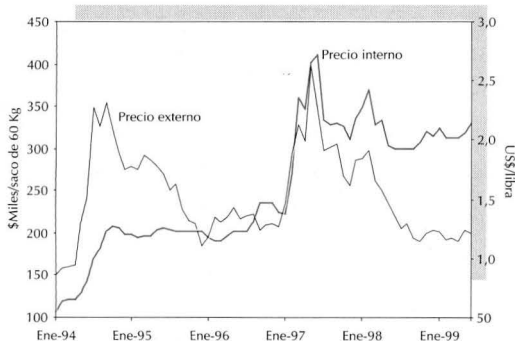


Gráfico 9B. PRECIO DEL CAFE Enero 1994 - junio 1999



Fuente: Federación Nacional de Cafeteros.

alteración en los ciclos de lluvias que afectaron directamente a los cultivos del grano desde el inicio del año. En junio, sin embargo, se observó una ligera recuperación.

- ◆ El volumen exportado de café también se redujo en cerca de 410 mil sacos de 60 kg., al pasar de 5,3 millones de sacos en el acumulado entre enero y junio de 1998 a 4,9 millones de sacos en igual período del presente año, lo que implicó una reducción de 7,6% en el ritmo de crecimiento. Este comportamiento estuvo muy asociado a la reducción del precio internacional del grano que se registró desde el comienzo del año.
- ◆ Hasta el mes de junio el precio interno promedio del café pergamino fue de \$318.223/carga, \$12.208/carga menos que el precio observado en 1998 (\$330.431), lo que implicó una reducción de 3,7% en este precio. Sin embargo, durante el mes de junio logró recuperarse en cerca de doce mil pesos por carga frente al mes anterior.
- ◆ El precio internacional del café suave colombiano se movió de manera consistente con la cotización de otros suaves, que subieron a partir del mes de abril en respuesta a las expectativas de posibles heladas en el Brasil y, como resultado de este comportamiento, logró recuperarse después del descenso ocurrido al inicio del año. Sin embargo, durante el mes de junio cuando se ubicó en US\$1,21/libra, el precio siguió siendo inferior en 11% al registrado en el mismo mes de 1998 (US\$1,36/libra).

Agricultura no cafetera

- ◆ De acuerdo con las estimaciones del Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural, el sector agropecuario con café creció 0,1% durante 1998 y disminuyó 1,6% al exceptuar el valor de la pro-

ducción de café, es decir, 2,2 puntos porcentuales por debajo del crecimiento de 1997 (0,6%).

- ◆ El mediano desempeño de la producción agropecuaria durante 1998 se explica especialmente por las dificultades registradas en el crecimiento de los cultivos transitorios, situación que condujo a una caída de 1,4% en el valor total de la agricultura. El valor de la producción de café con un incremento cercano al 20% frente a 1997 y el aumento de 2,5% en el sector pecuario, compensaron parcialmente este comportamiento.
- ◆ Los cultivos transitorios disminuyeron 11,5% al pasar de \$28.500 millones en 1997 a \$25.213 millones en 1998, situación que se explica por el descenso de cerca de 25% en el valor de la producción de los cultivos importables -en especial cebada, sorgo y trigo- y, de 15,2% en los cultivos no comercializables (maní y hortalizas).
- ◆ Por su parte, los cultivos permanentes disminuyeron 1,4% en el transcurso de 1998, en respuesta al descenso de 4,2% en los cultivos importables de palma africana que pasaron de \$7.128 millones en 1997 a \$6.828 millones el año pasado. También influyó la caída de 2,3% en los cultivos comercializables, dentro de los cuales se incluye el deterioro en el valor de la producción de los cultivos de fique, coco y plátano con disminuciones de 35,1%, 13,0% y 9,7%, respectivamente.
- ◆ Las proyecciones de Fedesarrollo para 1999 prevén un ligero aumento en el ritmo de crecimiento del sector agrícola frente a 1998 y, en consecuencia, esto ayudará a compensar la caída en la actividad de otros sectores de la economía como la construcción y la industria.

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

	1997	1998	Crecimiento (%)	
			1997	1998
Transitorios				
Exportables	14.415	14.034	-3,2	-2,6
Ajonjolí	84	42	-7,8	-50,3
Algodón	1.166	1.035	-40,8	-11,2
Arroz total	6.000	6.221	10,2	3,7
Papa	6.950	6.516	-3,0	-6,3
Tabaco rubio	216	221	-1,5	2,3
Importables	8.975	6.844	-2,6	-23,8
Cebada	103	66	-52,1	-36,2
Frijol	1.990	1.670	0,6	-16,1
Maíz total	4.487	3.470	1,1	-22,7
Sorgo	1.187	681	-25,9	-42,6
Soya	885	705	55,4	-20,3
Trigo	325	253	-22,3	-22,2
No comercializables	5.110	4.336	3,9	-15,2
Maní	48	17	-30,2	-63,6
Hortalizas	5.062	4.318	4,4	-14,7
Total transitorios	28.501	25.213	-1,8	-11,5
Permanentes				
Exportables	24.778	24.842	0,4	0,3
Banano exportación	2.871	2.704	8,4	-5,8
Cacao	1.478	1.489	1,4	0,7
Caña de azúcar	12.208	12.151	-0,6	-0,5
Plátano exportación	30	3.381	2,6	25,6
Tabaco negro	302	372	-31,4	23,1
Flores	7.615	7.745	0,7	1,7
Importables	7.128	6.828	6,3	-4,2
Palma africana	7.128	6.828	6,3	-4,2
No comercializables	24.092	23.543	-1,7	-2,3
Caña panela	6.991	7.100	3,0	1,6
Coco	327	284	-14,0	-13,0
Fique	302	196	6,6	-35,1
Ñame	425	552	-38,0	29,9
Plátano	7.592	6.858	0,8	-9,7
Yuca	2.678	2.619	-17,0	-2,2
Frutales	5.778	5.934	3,0	2,7
Total permanentes	55.998	55.213	0,2	-1,4
Agricultura sin café	84.498	80.425	-0,5	-4,8
Café	13.674	16.330	-4,3	19,4
Total agric. con café	98.172	96.755	-1,0	-1,4

Fuente: Ministerio de Agricultura y Desarrollo Rural.

II. Indicadores laborales

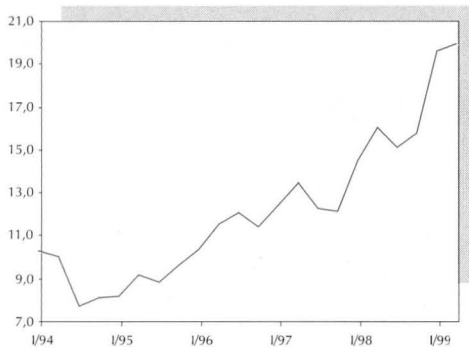
- ◆ Los resultados de las Encuesta Nacional de Hogares al finalizar el segundo trimestre del año reflejan la difícil situación por la que actualmente atraviesa el mercado laboral.
- ◆ Frente al segundo trimestre de 1998, la fuerza laboral aumentó 1,75%, equivalente a 119.282 personas. La mayor participación (45%) en la población económicamente activa fue la de Santafé de Bogotá con 3.104.809 personas, seguida por el área metropolitana de Medellín (18,4%) y Cali (16,3%).
- ◆ Al finalizar el pasado mes de junio el número de ocupados sumó 5,6 millones de personas para las siete principales áreas metropolitanas, lo que significó una disminución de cerca de 171 mil personas (-3,0% en términos de crecimiento) frente a los resultados del mes de junio del año anterior. La disminución más significativa en este indicador laboral se registró en el área de Medellín con un descenso de 8,0% respecto del mismo período del año anterior; igualmente significativa fue la caída de 7,2% para la ciudad de Cali.
- ◆ Por su parte, la población desocupada aumentó cerca de 27% en comparación con el período abril-junio de 1998, siendo las áreas metropolitanas de Santafé de Bogotá y Medellín las de mayor crecimiento (30,9% y 26,8%, respectivamente). Hasta el mes de junio, el número de desocupados en las siete ciudades que recoge la muestra sumó 1,4 millones de personas.
- ◆ Como resultado de los anteriores indicadores, la tasa de desempleo para siete áreas metropolitanas fue de 19,8%, 0,3 puntos porcentuales por encima de la registrada en marzo pasado y 3,9 puntos respecto a la del mes de junio del año anterior. La tasa más alta se presentó en Medellín con 21,6% de incremento, seguida por Cali con

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

		Población en edad de trabajar (PET)	Población económicamente activa (PEA)	Ocupados (O)	Desocupados (D)	Tasa Global de participación (TGP)	Tasa de ocupación (TO)	Tasa de desempleo (TD)
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	10.818.024	6.739.931	5.768.492	971.439	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	11.053.137	6.926.123	5.843.813	1.082.310	62,7	52,9	15,6
1999	I	11.011.073	6.856.225	5.518.464	1.337.761	62,3	50,1	19,5
	II	11.052.286	6.938.987	5.565.240	1.373.747	62,8	50,4	19,8

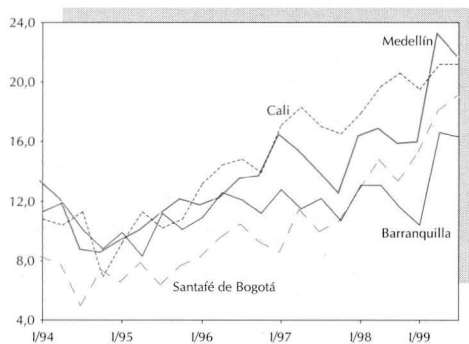
Fuente: Dane.

Gráfico 10A. TASA DE DESEMPLEO
(Siete ciudades y sus áreas metropolitanas)
I trimestre 1994 - II trimestre 1999



Fuente: Dane.

Gráfico 10B. TASA DE DESEMPLEO EN LAS CUATRO PRINCIPALES CIUDADES DEL PAIS
I trimestre 1994 - II trimestre 1999

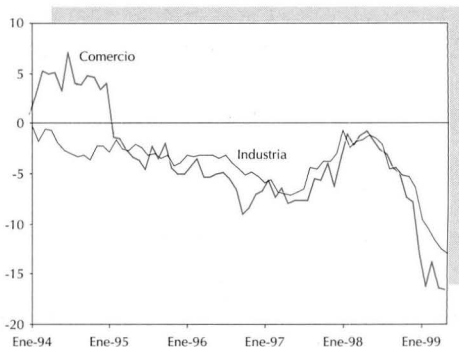


Fuente: Dane.

21,3% y Manizales con 21,3%. Barranquilla fue la ciudad con menor desempleo (16,3%), sin embargo ésta se constituye en una de las tasas más altas que se haya registrado en la presente década -la más elevada se registró en el mes de marzo anterior con 16,8%-.

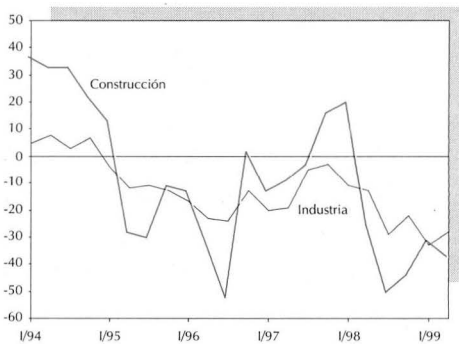
- ◆ Los resultados del Dane por sectores muestran el deterioro continuo en el nivel de contratación del sector industrial desde el inicio de 1998, hasta alcanzar en mayo el nivel más bajo que la

Gráfico 10C. EMPLEO EN LA INDUSTRIA Y EL COMERCIO
(Tasa anual de crecimiento)
Enero 1994 - mayo 1999



Fuente: Dane.

Gráfico 10D. EMPLEO EN LOS SECTORES DE INDUSTRIA Y CONSTRUCCION
(Balances)
I trimestre 1994 - II trimestre 1999



Fuente: E. O. E de Fedesarrollo.

Muestra Mensual Manufacturera haya registrado. Igual situación se percibe en el comercio donde la desaceleración en el ritmo de contratación se viene observando desde el inicio del segundo semestre del año anterior. No obstante, las expectativas de la Encuesta de Opinión de Fedesarrollo respecto del nivel de empleo, estiman una mejoría considerable en la contratación laboral que los empresarios esperan alcanzar para el sector de la industria durante el tercer trimestre del año.

III. Indicadores del sector externo

TASA DE CAMBIO

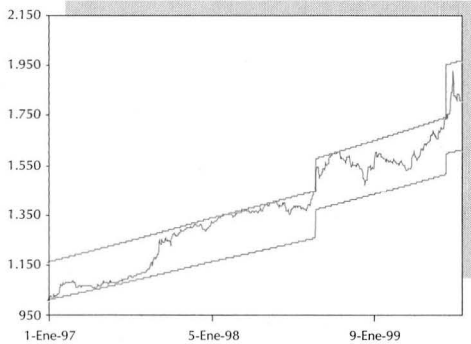
- ◆ La calma que caracterizó al mercado cambiario durante el transcurso de los primeros meses del año, fue interrumpida a finales del mes de abril cuando la tasa de cambio inició un alza hasta alcanzar el techo de la banda cambiaria. Para defenderla, a finales de junio el Banco de la República intervino con un monto cercano a los US\$300 millones de reservas internacionales. Al finalizar el sexto mes del año, las reservas netas sumaron US\$8.509,6 millones.
- ◆ Pocos días después, para evitar que la presión cambiaria produjera un efecto nocivo sobre las tasas de interés y en consecuencia, sobre las posibilidades de reactivación económica, el pasado 27 de junio la Junta Directiva del Banco de la República tomó la decisión de ejecutar la segunda devaluación de los últimos nueve meses. En esa dirección, incrementó en 9% el punto medio de la banda y aumentó de 14 a 20 puntos la amplitud de la misma. A pesar de la medida, la tasa de cambio continuó en ascenso hasta acercarse al techo de la nueva banda.
- ◆ En los últimos días, ha mostrado nuevamente un descenso, como resultado de el anuncio del gobierno de que el país efectuará un acuerdo formal con el Fondo Monetario Internacional. Con esto, hasta el mes de julio la devaluación nominal anual ha sido de 32,6%, tasa superior en 8,2 puntos porcentuales al 24,4% registrado en julio del año pasado.

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

	TCRM			Devaluación anual (%)			Devaluación año corrido (%)		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999	1997	1998	1999
Enero	1.027,1	1.323,2	1.570,0	1,6	28,8	18,7	2,6	2,0	3,0
Febrero	1.074,2	1.346,1	1.567,1	4,3	25,3	16,4	7,4	3,8	2,9
Marzo	1.062,2	1.357,1	1.550,1	1,6	27,8	14,2	6,2	4,6	1,7
Abril	1.060,7	1.360,7	1.547,7	0,9	28,3	15,7	6,0	4,9	3,3
Mayo	1.075,2	1.386,3	1.641,3	0,8	28,9	18,4	7,5	6,9	7,7
Junio	1.082,4	1.386,6	1.694,0	1,0	28,1	22,2	8,2	6,9	11,2
Julio	1.102,4	1.371,5	1.818,8	3,6	24,4	32,6	10,2	5,8	19,4
Agosto	1.132,7	1.390,5		8,4	22,8		13,2	7,2	
Septiembre	1.222,5	1.520,5		17,5	24,4		22,2	17,2	
Octubre	1.262,9	1.587,4		24,3	25,7		26,2	22,4	
Noviembre	1.294,6	1.562,7		29,7	20,7		29,4	20,5	
Diciembre	1.296,9	1.523,6		29,6	17,5		29,6	17,5	
Promedio	1.141,1	1.426,3	1.630,8	10,1	25,0	19,8	14,1	10,0	7,0

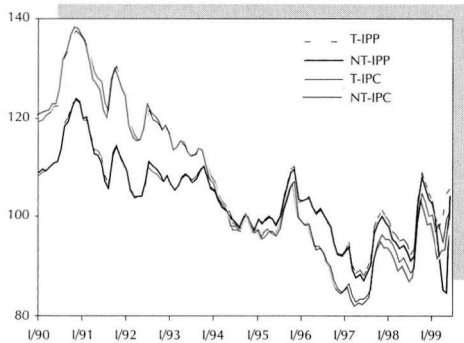
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 11A. BANDAS TASA DE CAMBIO REPRESENTATIVA DEL MERCADO Ene 1994 - jul 1999



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 11B. INDICES DE LA TASA DE CAMBIO REAL* (Base promedio geométrico 1994 = 100) Enero 1994 - junio 1999

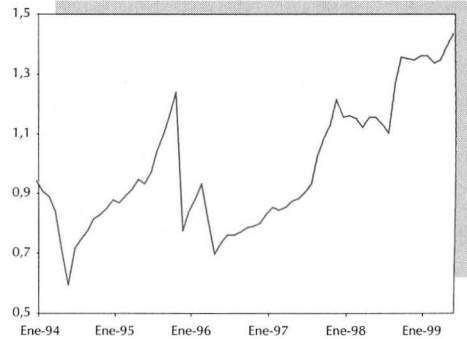


* Ponderaciones según comercio global total (T) y no tradicional (NT), deflactadas por el IPP y el IPC.
Fuente: Banco de la República.

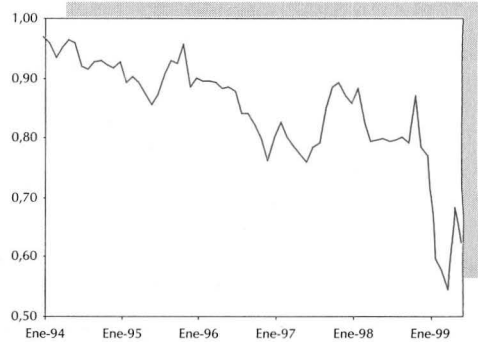
- ◆ Como consecuencia de la reciente devaluación nominal, la tasa de cambio real aumentó 8,12 puntos porcentuales entre abril y junio. En lo corrido del presente año hasta el mes de junio, la devaluación real fue de 1% y para los últimos doce meses de 12%.
- ◆ Sobresale el aumento continuo desde el mes de abril de todos los índices de tasa de cambio real, con excepción del índice ponderado según comercio no tradicional y deflactado por el IPP que

Gráfico 11C. TIPOS DE CAMBIO CRUZADOS Enero 1994 - junio 1999

A. Con Venezuela

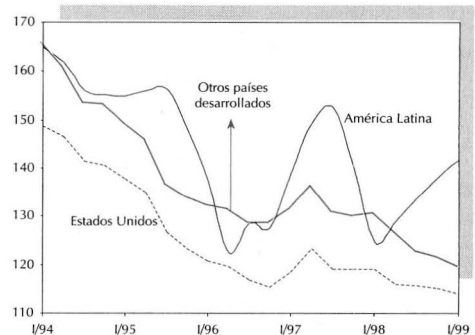


B. Con Ecuador



Fuente: FMI y cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 11D. INDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL PONDERADA SEGUN DESTINOS DE LAS EXPORTACIONES I Trim 1994 - I Trim 1999



Fuente: FMI y cálculos de Fedesarrollo.

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

	ITCR (T)				Devaluación real anual			
	1996	1997	1998	1999 ^a	1996	1997	1998	1999 ^a
Enero	102,8	93,0	99,0	102,9	3,6	-9,5	6,4	4,0
Febrero	103,2	94,5	96,8	99,6	4,9	-8,5	2,4	30
Marzo	103,8	89,8	96,2	97,3	4,9	-13,5	7,1	1,1
Abril	101,7	88,3	94,8	100,1	2,1	-13,2	7,4	5,5
Mayo	100,1	89,0	95,2	104,5	0,8	-11,1	6,9	9,8
Junio	101,2	87,8	94,1	105,4	3,1	-13,2	7,1	12,0
Julio	100,0	89,3	92,1		-0,1	-10,7	3,1	
Agosto	98,7	91,1	93,2		-4,9	-7,7	2,3	
Septiembre	97,7	97,7	102,9		-8,4	0,1	5,3	
Octubre	94,3	99,5	108,4		-13,7	5,5	8,9	
Noviembre	92,3	101,1	106,6		-16,0	9,5	5,4	
Diciembre	91,9	99,9	104,3		-10,4	8,6	4,4	

^a Datos sujetos a revisión.

Fuente: Banco de la República.

sólo creció al final del semestre. La mayor devaluación frente al mes de junio del año anterior se presentó en el índice calculado con bienes no tradicionales y deflactado por el IPC con una variación positiva de 12,4%.

◆ El índice de la tasa de cambio real cruzada con Venezuela de 1,39 registrado durante el mes de mayo quebró con la tendencia estable había presentado a los largo de los primeros cuatro meses del año. En el mes de junio, el índice se

Cuadro 9C. BALANZA COMERCIAL

	Millones de dólares FOB		Variación %	
	1998	Ene-may 1999	1998-1997	Ene-may 99/98
Balanza comercial	-3.134	268,4	-1,7	-115,8
Exportación de bienes	10.832	4.176,6	-6,5	-8,7
Café	1.891	569,4	-16,3	-32,63
Mineras	3.573	1.525,3	-13,5	5,9
Petróleo y derivados	2.298	1.161,3	-15,1	20,0
Carbón	934	272,4	5,4	-26,3
Ferroñquel	118	49,3	-26,5	-12,5
Oro	141	0,6	-39,6	-95,4
Esmeraldas	83	41,6	-41,3	21,7
No tradicionales ^a	5.368	2.082,0	3,4	-9,1
Importación de bienes	13.966	3.908,3	-5,4	-37,7
Bienes de Consumo	2.892	-	-8,5	-
Bienes Intermedios	5.781	-	-5,0	-
Bienes de Capital	5.294	-	-4,1	-

^a Sin oro ni esmeraldas.

Fuente: Banco de la República y Dane.

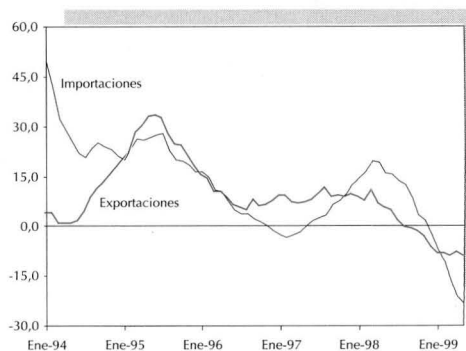
ubicó 0,28 puntos porcentuales por encima del dato registrado en igual período del año anterior y se constituye en el más alto de la presente década. Esto implica una mejoría considerable en los términos de intercambio con ese país

- ◆ Desde el pasado mes de abril, el índice de tasa de cambio real cruzado con Ecuador también ha mejorado de forma significativa, lo que ha permitido una recuperación importante en el dinamismo de las exportaciones hacia el vecino país. En junio, este índice alcanzó un valor de 0,62, inferior en 0,18 puntos porcentuales frente al dato observado en el mismo período del año anterior.
- ◆ Por su parte, la tasa de cambio real ponderada según el destino de las exportaciones muestra una mejoría importante en los términos de intercambio con los países latinoamericanos, a diferencia del comportamiento frente a los países desarrollados, que presenta una tendencia decreciente desde el inicio del año anterior

COMERCIO EXTERIOR

- ◆ En los primeros cinco meses del año, el valor FOB de las exportaciones colombianas totales sumó US\$4.176,7 millones frente a US\$4.576,3 millones en igual período del año anterior, lo que representó una disminución de 8,7%. Este comportamiento se explica en buena parte por la fuerte recesión que experimentan algunos de nuestros principales socios comerciales. Sin embargo, el volumen de ventas aumentó cerca de 4% al pasar de 25 millones de toneladas a 25,8 millones de toneladas, entre uno y otro período. Teniendo en cuenta la participación en el peso total de las exportaciones, los productos más vendidos en los mercados internacionales

Gráfico 12. IMPORTACIONES Y EXPORTACIONES TOTALES (Crecimiento anual acumulado) Enero 1994 - mayo 1999



Fuente: Dane.

- fueron el petróleo y sus derivados (26%), ferrocromo (5,7%) y productos no tradicionales (4,9%).
- ◆ El valor CIF de las importaciones fue de US\$4.170,6 millones para el acumulado entre enero y mayo del presente año, lo que significó un descenso de 37,7% frente a igual período de 1998 cuando las compras del exterior alcanzaron US\$6.690,4 millones. Este resultado refleja claramente la recesión del país, sumado al encarecimiento de los bienes importados inducido por la devaluación del tipo de cambio. El volumen de las importaciones también se redujo en 25,1% y al finalizar el mes de mayo sumó un peso total de 4,7 millones de toneladas, 1,6 millones menos que en el año anterior.
- ◆ La mayor reducción en el ritmo de crecimiento de las importaciones frente al de las exportaciones condujo a un saldo de la balanza comercial favorable (US\$268,4 millones FOB frente a US\$-1.700,4 millones entre enero y mayo de 1998), comportamiento que no se presentaba desde 1992. Lo anterior se explica por la mejoría en la balanza comercial con la Unión Europea, Estados Unidos

y Puerto Rico, los países del Grupo Andino y el resto de países de América Latina. En contraste, los déficits más altos se presentaron en las balanzas con México y Brasil.

EXPORTACIONES

- ◆ La disminución de 8,73% en el valor de las exportaciones se explica por el deterioro de 8,31% en las ventas de productos tradicionales y de 9,14% en los productos no tradicionales. El primer grupo participó con el 49,1% del total de las ventas al exterior y con el 88,2% del volumen exportado.
- ◆ Dentro del grupo de exportaciones tradicionales, el café fue el más afectado con una caída de 33% debido a la disminución en los precios internacionales del grano durante el período, situación que contribuyó con seis puntos porcentuales negativos a la variación del valor total de las exportaciones. Sin embargo, esta caída fue compensada por el incremento de 20% en petróleo y sus derivados, comportamiento que aportó 4,23 puntos porcentuales positivos a la variación final de los productos tradicionales.
- ◆ El 84,5% de las ventas externas de productos tradicionales colombianos tuvo como destino los mercados de Estados Unidos y la Unión Europea. En términos de crecimiento, el mayor aumento se registró en las exportaciones a Puerto Rico (36%) y a los Estados Unidos (18,9%) y, en contraste, las ventas a la Comunidad Andina disminuyeron 42%, a la Unión Europea 34% y a Canadá 27%. En conjunto, estos descensos aportaron 13,5 puntos porcentuales negativos a la variación del valor de las exportaciones tradicionales entre enero y mayo.

- ◆ Por su parte, las exportaciones no tradicionales sin incluir oro y esmeraldas disminuyeron 9,12% frente a las realizadas en los primeros cinco meses de 1998 al pasar de US\$2.290,8 millones a US\$2.082 millones entre uno y otro período respectivamente. Si se incluyen estos productos, la disminución se ubica en 9,14%.

- ◆ Por grupos de mercancías, sobresalió el comportamiento positivo de las exportaciones de bananos (27,9%), esmeraldas (21,7%) y productos químicos (7,9%). En contraste, las ventas de vehículos, azúcares y confites, y materias plásticas presentaron los comportamientos más negativos (73,2%, 36,3% y 23,1%, respectivamente).

- ◆ Entre enero y marzo, el principal destino de las exportaciones no tradicionales colombianas fue el mercado de los Estados Unidos con una participación superior al 34% y, en segundo lugar, Venezuela con 15%. En términos de crecimiento, el mayor dinamismo se observó en las exportaciones a Puerto Rico (82,61%), seguido de los Estados Unidos (14,8%) y Bélgica (1,8%). Todos los destinos restantes presentaron variaciones negativas.

IMPORTACIONES

- ◆ Durante los cinco primeros meses del presente año, las importaciones de Colombia disminuyeron 37,7% comparadas con las realizadas en el mismo período de 1998, al pasar de US\$6.690,4 millones a US\$4.170,6 millones CIF, según las declaraciones de importaciones registradas por la Dian.
- ◆ El descenso de las importaciones en este período se explica por la reducción en el ritmo de crecimiento de las compras de bienes de capital (-43,4%) que pasaron de US\$2.629 millones CIF

Cuadro 10A. EXPORTACIONES MENORES POR REGIONES DE DESTINO
Enero - mayo 1999 (Participaciones en el total de cada región)

Actividad	Estados Unidos	Aladí sin México	México	Chile	Grupo Andino sin Venezuela	Venezuela	Unión Europea	Resto de Europa	Japón	Resto del mundo	Total
Producción agropecuaria	38,3	4,6	0,7	0,2	1,7	5,0	55,8	55,4	6,7	9,9	23,9
Caza	0,0	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,3	1,0	0,2
Silvicultura	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Extracción de madera	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,0
Pesca	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2	0,8	0,3	0,1
Explotación de minas de carbón	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Extracción de minerales metálicos	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Extracción de otros minerales ^a	2,5	1,4	0,0	0,0	0,0	0,2	1,2	18,7	46,6	1,2	2,0
Productos alimenticios, excepto bebidas	6,0	6,0	6,2	6,4	11,7	14,6	17,6	0,0	13,7	23,6	12,4
Productos alimenticios diversos	1,2	1,1	1,1	0,2	1,0	0,9	4,8	11,8	27,8	1,2	1,9
Bebidas	0,2	0,0	0,1	0,0	1,4	0,5	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3
Tabaco	0,2	1,5	0,0	0,0	0,2	0,7	1,1	0,0	0,0	0,2	0,4
Textiles	3,1	2,9	6,4	4,3	3,5	7,4	3,8	3,4	0,0	2,5	3,9
Prendas de vestir, excepto calzado	12,1	1,9	6,1	11,1	2,5	6,7	4,2	0,3	0,0	5,9	7,6
Cuero y sus productos	1,7	0,1	1,4	0,3	0,1	1,2	2,9	0,2	1,0	2,1	1,6
Calzado, excepto el de caucho vulcanizado	0,2	0,0	0,0	0,2	0,3	0,7	0,9	0,0	0,0	0,5	0,4
Madera y sus productos, excepto muebles	0,4	0,0	0,4	0,1	0,1	0,7	0,1	0,0	0,0	0,3	0,3
Muebles y accesorios	0,3	0,0	0,0	0,3	0,1	0,6	0,0	0,0	0,0	0,2	0,2
Papel y sus productos	0,3	0,9	2,1	4,5	7,3	5,4	0,2	0,0	0,0	2,0	2,2
Imprentas, editoriales e industrias conexas	0,8	12,4	13,7	2,3	4,2	2,5	0,1	0,0	0,0	2,8	2,3
Sustancias químicas industriales	2,3	25,1	15,4	39,7	23,6	10,9	4,1	6,2	2,6	13,0	9,7
Otros productos químicos	15,8	10,8	13,8	12,1	15,5	9,7	0,6	0,3	0,0	5,3	10,6
Refinerías de petróleo	0,6	3,6	0,1	0,0	0,4	0,2	0,2	0,0	0,0	2,1	0,7
Productos derivados del petróleo y carbón	3,1	0,0	3,4	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,3	1,3
Productos de caucho	0,1	7,0	0,0	0,8	1,7	2,8	0,0	0,0	0,0	0,2	0,9
Productos plásticos	0,4	2,5	2,5	3,4	4,0	2,6	0,0	0,1	0,0	1,8	1,5
Objetos de barro, loza y porcelana	0,2	0,0	1,1	1,9	0,6	0,5	0,6	0,1	0,0	0,4	0,4
Vidrio y productos de vidrio	1,0	1,9	2,3	1,3	2,2	0,4	0,0	0,2	0,0	1,1	1,0
Otros productos minerales no metálicos	3,3	0,8	0,1	0,7	1,7	1,4	0,0	0,0	0,0	3,6	2,2
Industrias básicas de hierro o acero	0,9	0,1	1,0	0,3	0,8	1,2	0,2	1,1	0,0	6,8	1,8
Industrias básicas de metales no ferrosos	1,2	0,4	0,3	0,5	1,2	0,9	0,1	0,0	0,0	1,0	0,9
Productos metálicos, excepto maquinaria	1,0	1,9	9,0	1,8	3,2	3,6	0,1	0,4	0,0	2,5	2,0
Maquinaria, excepto la eléctrica	0,7	1,0	2,0	1,2	2,5	3,6	0,3	0,3	0,0	2,0	1,5
Maquinaria y aparatos eléctricos	0,2	4,0	7,1	3,1	3,0	7,9	0,1	0,0	0,2	3,3	2,5
Equipo y material de transporte	0,4	0,7	0,1	0,2	3,5	5,6	0,1	0,1	0,0	0,8	1,5
Equipo profesional y científico	0,3	3,4	1,5	1,3	1,1	0,4	0,2	0,7	0,1	0,4	0,5
Otras industrias manufactureras	1,1	3,8	0,8	1,7	1,1	0,8	0,3	0,4	0,1	1,0	1,0
Total (US\$ miles corrientes)	759.440	51.304	56.297	50.036	229.193	321.207	269.538	21.008	23.039	362.015	2.143.077

^a Incluye esmeraldas.

Fuente: Dane.

Cuadro 10B. CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES MENORES POR REGIONES DE DESTINO
Enero - mayo 1999 vs. enero - mayo 1998 (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	12,8	0,8	2.740,9	-36,1	278,2	-57,9	3,3	25,0	59,2	-4,3	4,1
Caza	397,8	-	194,6	-	-	-	-26,2	-	-76,1	91,9	82,3
Silvicultura	-26,5	-94,0	-	-53,7	-	-	-66,0	-	-14,8	-4,2	-44,5
Extraccion de madera	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-27,1	-30,2
Pesca	22,1	-	1.158,1	-	2.640,0	-	-3,1	36,5	12,7	428,8	64,7
Explotacion de minas de carbón	-	-	-	-	107,4	-	-	-	-	642,9	-90,9
Extraccion de minerales meálicos	-	-	-	-	-	157,1	-	-	-	-	-99,8
Otros minerales ^a	28,3	559,6	-66,8	-24,0	-40,3	-23,3	8,7	-11,3	6,3	97,0	19,6
Productos alimenticios, excepto bebidas	-31,7	349,1	193,7	6,6	-53,8	43,3	1,0	-96,2	-40,6	42,1	-18,4
Productos alimenticios diversos	-16,9	76,9	21,4	31,1	-67,3	353,4	-51,6	-59,9	-34,6	-71,3	-46,1
Bebidas	64,0	52,8	-	-	-9,9	77,2	-84,4	-	-80,5	-47,0	-2,2
Tabaco	-7,8	93,8	-	-	12.656,2	40,6	493,6	-	-	-60,0	42,9
Textiles	-6,1	-65,6	-30,4	-33,4	-35,0	-20,0	-26,0	-18,1	-94,4	-5,3	-20,7
Prendas de vestir, excepto calzado	1,3	-70,1	145,4	25,8	-28,4	-25,2	-4,4	-45,1	-	7,4	-3,9
Cuero y sus productos	-21,4	-46,6	-59,9	-54,5	-65,8	-47,5	-8,8	-27,4	-30,2	19,5	-20,6
Calzado, excepto el de caucho vulcanizado	-37,0	-	-93,8	-65,3	-55,7	-39,8	-27,3	-	-	-10,7	-35,2
Madera y sus productos, excepto muebles	131,0	-91,4	127,3	-42,1	-38,9	30,9	168,5	2.844,9	1.304,1	35,9	63,4
Muebles y accesorios	2,0	-89,2	-78,5	-26,6	-66,5	-28,7	92,7	-	-	114,1	-11,3
Papel y sus productos	-57,6	-67,1	74,1	47,7	-15,4	10,6	-76,0	-	0,0	-18,6	-13,6
Imprentas, editoriales e industrias conexas	6,6	-11,0	-2,2	-3,9	-24,1	-11,8	-50,8	-95,9	-	38,5	-4,4
Sustancias químicas industriales	1,2	6,8	-24,4	-23,9	-24,8	-32,8	10,9	114,7	-	-4,2	-17,0
Otros productos químicos	124,7	64,2	9,5	-5,7	-34,2	-15,1	-42,8	-27,2	-	-7,5	22,8
Refinerías de petróleo	-22,9	-31,7	29,3	17,1	-26,6	-6,0	11.000,6	-	-	635,3	39,3
Fab. de prod. derivados del petróleo y carbón	140,8	-	75,9	-37,1	-88,6	-71,3	-	-	-	-72,0	52,1
Productos de caucho	-23,7	2.811,9	113.006,7	-72,2	-58,2	26,1	-39,1	997,1	-	-42,4	-9,5
Productos plásticos	87,6	19,4	15,7	-4,3	-34,2	-39,0	-69,0	-59,2	-	0,9	-20,7
Objetos de barro, loza y porcelana	-11,1	-60,3	23,8	-18,2	46,1	-65,6	148,9	-27,7	-7,3	43,5	-14,8
Vidrio y productos de vidrio	291,0	-4,4	112,5	2,1	-43,5	-26,9	-9,1	-	-	145,7	24,9
Otros productos minerales no metálicos	22,2	279,8	-66,9	-40,8	-50,9	-10,8	211,4	-	-	-7,6	-2,5
Industrias básicas de hierro o acero	-30,0	241,9	179,4	-81,6	-75,2	20,3	10,0	-	-	185,8	26,3
Industrias básicas de metales no ferrosos	-30,9	-	47,6	-59,9	10,8	-1,3	-89,7	-100,0	-	6,0	-27,4
Productos metálicos, excepto maquinaria	45,4	120,9	147,8	-21,0	-31,6	-11,7	21,1	626,2	-	1,1	2,6
Maquinaria, excepto la eléctrica	63,3	-42,2	-32,4	14,8	-1,6	-20,4	-0,6	-32,4	-	-20,3	-11,0
Maquinaria y aparatos eléctricos	-16,6	-47,5	18,8	-46,1	-62,3	-21,8	-15,3	-81,8	18,3	20,6	-26,5
Equipo y material de transporte	243,6	-43,6	2.328,2	-98,3	-39,4	-77,8	-87,3	-96,2	-	21,8	-70,0
Equipo profesional y científico	37,3	19,1	94,0	7,6	8,4	-21,3	-58,6	38,0	-66,2	-46,2	-6,0
Otras industrias manufactureras	12,8	38,4	-66,0	-19,7	-40,2	-24,6	-41,3	-88,1	-58,2	52,1	-9,4
Total con esmeraldas	15,3	3,7	10,9	-26,1	-36,1	-35,8	-7,5	-10,5	-23,6	11,4	-9,0

^a Incluye esmeraldas.

Fuente: Dane.

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

Cuode	Enero - mayo		Variación %
	1998	1999	Ene-may 99/98
Bienes de consumo	1.268.503	771.434	-39,2
No duraderos	683.177	555.971	-18,6
Alimentos	261.703	194.048	-25,9
Bebidas	17.126	13.078	-23,6
Tabaco	10.128	14.651	44,7
Farmacéuticos y tocador	173.166	149.297	-13,8
Confeciones	36.879	31.395	-14,9
Otros no duraderos	184.175	153.502	-16,7
Duraderos	585.326	215.463	-63,2
Utensilios domésticos	20.397	15.445	-24,3
Objetos de adorno personal	52.626	33.562	-36,2
Muebles para el hogar	34.527	26.371	-23,6
Maq. y aparatos de uso doméstico	107.976	50.771	-53,0
Vehículos de transporte particular	317.915	83.769	-73,7
Armas y equipo militar	51.885	5.545	-89,3
Materias primas y productos intermedios	2.790.376	1.908.790	-31,6
Combustibles y lubricantes	131.261	92.928	-29,2
Materias primas para la agricultura	192.416	171.162	-11,0
Alimentos para animales	68.416	60.967	-10,9
Materias primas para la agricultura	124.000	110.195	-11,1
Materias primas para la industria	2.466.699	1.644.699	-33,3
Productos alimenticios	375.958	251.952	-33,0
Prod. agropecuarios no alimenticios	394.505	293.666	-25,6
Productos mineros	693.671	370.735	-46,6
Productos químicos y farmacéuticos	1.002.565	728.346	-27,4
Bienes de capital	2.629.381	1.488.527	-43,4
Materiales de construcción	153.872	67.356	-56,2
Bienes de capital para la agricultura	22.269	12.451	-44,1
Máquinas y herramientas	11.183	7.762	-30,6
Otro equipo para la agricultura	2.737	1.181	-56,9
Material de transporte y tracción	8.349	3.507	-58,0
Bienes de capital para la industria	1.763.116	985.111	-44,1
Máquinas y aparatos de oficina	391.490	234.426	-40,1
Herramientas	35.670	18.860	-47,1
Partes y accesorios de maquinaria industrial	103.091	92.150	-10,6
Maquinaria industrial	623.380	370.287	-40,6
Otro equipo fijo	609.485	269.387	-55,8
Equipo de transporte	690.124	423.609	-38,6
Partes y accesorios de equipo de transporte	243.014	174.282	-28,3
Equipo rodante de transporte	437.528	243.865	-44,3
Equipo fijo de transporte	9.582	5.462	-43,0
Diversos	2.169	1.862	-14,2
Total	6.690.428	4.170.613	-37,7

Fuente: Dane

a US\$1.488 millones los primeros cinco meses de 1999. Al interior de este grupo de bienes, las principales disminuciones se presentaron en las importaciones de equipo de transporte (-58%), materiales de construcción (-56,2%) y bienes de capital para la agricultura (-44,1%), en especial, materiales de transporte y tracción.

- ◆ El comportamiento de las importaciones de bienes de consumo también contribuyó en forma considerable a la disminución del total de importaciones durante el período enero-mayo. En efecto, la compra de estos bienes en los mercados internacionales descendió en cerca de 40%, como resultado de la caída de 63,2% en los bienes duraderos, dentro de los cuales se destaca la caída de 89% en la compra de armas y equipo militar, 74% en los vehículos de transporte particular y 53% en maquinaria y aparatos de uso doméstico.
- ◆ Las importaciones de materias primas y productos intermedios también disminuyeron en 31,6% y contribuyeron con 13,2 puntos porcentuales negativos a la variación total de las importaciones. Este comportamiento es resultado de la reducción en 33,3% de la compra de materias primas para la industria -destacándose la caída de 47% en los productos mineros-, y de 11% en la importación de materias primas para la agricultura.
- ◆ Teniendo en cuenta la clasificación CIIU, entre enero y mayo de 1999, las importaciones de productos industriales representaron 93,1% del total de compras, las del sector agropecuario, silvicultura, caza y pesca el 6,3%, y las del sector minero el 0,4%. No obstante, las compras de productos mineros disminuyeron 50,5% y las de bienes industriales 37,7%, frente a las del mismo período del año anterior.

- ◆ Las importaciones procedentes de Estados Unidos, Venezuela, Alemania y Japón participaron con el 61,4% del total de compras realizadas por Colombia a los mercados externos. Sin embargo, las mayores reducciones en términos de crecimiento se registraron en las importaciones procedentes de Venezuela (-53,3%), Japón (-53,2%), Brasil (-45,7%), Alemania (-42,5%), México (-34,4%) y los Estados Unidos (-29,9%).

BALANZA DE PAGOS

- ◆ La nueva metodología de la balanza de pagos del Banco de la República arrojó un saldo negativo de US\$5.866 millones en la cuenta corriente para 1998, lo cual se explica por el desbalance de US\$3.979 millones en los bienes y servicios no factoriales y de US\$2.364 millones en la renta de los factores. Este comportamiento fue compensado por el desempeño favorable de las transferencias al alcanzar un saldo de US\$477 millones.
- ◆ Durante 1998, el saldo de la cuenta de capital y financiera sumó US\$4.670 millones, cifra inferior en 30,3% al saldo de US\$6.700 millones registrado al finalizar 1997, como resultado de la disminución de 46,4% en los flujos financieros de largo plazo. Sobresale la reducción cercana a los mil millones de dólares en el monto de la inversión extranjera en nuestro país, equivalente a un descenso de 41%.
- ◆ El desbalance en la cuenta corriente y la disminución en la cuenta de capital condujo a una desacumulación de reservas internacionales del orden de US\$1.454 millones y al finalizar 1998 el saldo de las reservas netas sumó US\$8.740 millones, inferior en cerca de US\$1.200 millones respecto al saldo de 1997.

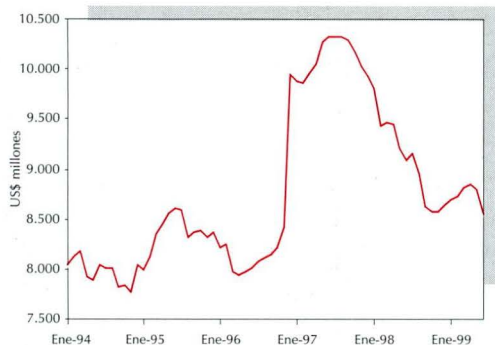
Cuadro 12A. BALANZA DE PAGOS
(Millones de dólares y %)

	1997	1998	Proyección 1999		Variación anual %	
			DNP	Fedesarrollo	1998	1999
Cuenta corriente	-5.894	-5.866	-4.029	-3.914	-0,5	-31,3
Exportaciones	15.969	15.050	15.945	-	-5,8	5,9
Importaciones	21.863	20.916	19.974	-	-4,3	-4,5
Bienes y servicios no factoriales	-4.163	-3.979	-1.788	-1.699	-4,4	-55,1
Exportaciones	14.236	13.500	14.392	13.846	-5,2	6,6
Importaciones	18.399	17.479	16.180	15.546	-5,0	-7,4
Bienes	-2.717	-2.633	-286	-179	-3,1	-89,2
Exportaciones	12.054	11.371	12.317	11.766	-5,7	8,3
Importaciones	14.771	14.004	12.603	11.946	-5,2	-10,0
Servicios no factoriales	-1.446	-1.346	-1.503	-1.520	-6,9	11,6
Exportaciones	2.181	2.129	2.075	2.080	-2,4	-2,5
Importaciones	3.628	3.475	3.577	3.600	-4,2	2,9
Renta de los factores	-2.371	-2.364	-2.775	-2.745	-0,3	17,4
Ingresos	874	905	857	850	3,6	-5,4
Egresos	3.245	3.269	3.632	3.595	0,7	11,1
Transferencias	640	477	534	530	-25,5	12,1
Ingresos	859	644	696	-	-25,1	8,1
Egresos	219	167	162	-	-23,7	-3,4
Cuenta de capital y financiera	6.700	4.670	3.906	2.555	-30,3	-16,4
Cuenta financiera	6.699	4.670	3.906	2.555	-30,3	-16,4
Flujos financieros de largo plazo	8.439	4.524	3.618	2.488	-46,4	-20,0
Activos	814	544	311	311	-33,2	-42,8
Inversión colombiana en el exterior	809	529	311	311	-34,7	-41,2
Directa	809	529	311	311	-34,7	-41,2
De cartera	0	0	0	0	-	-
Préstamos	6	15	0	0	150,0	-
Crédito comercial	0	0	0	0	-	-
Otros activos	-1	0	0	0	-	-
Pasivos	9.276	5.083	3.915	2.785	-45,2	-23,0
Inversión extranjera en Colombia	7.072	4.150	3.175	2.289	-41,3	-23,5
Directa	5.701	2.983	1.984	1.289	-47,7	-33,5
De cartera	1.371	1.168	1.191	1.000	-14,8	2,0
Préstamos	2.720	-264	-280	449	-109,7	6,0
Sector Público	-	-	-	949	-	-
Sector Privado	-	-	-	-500	-	-
Crédito comercial	-42	-53	-54	-53	26,7	1,0
Arrendamiento financiero	400	334	135	100	-16,5	-59,5
Otros pasivos	0	0	0	0	-	-
Otros movimientos finan. de largo plazo	-23	-15	15	14	-37,5	-200,0
Flujos financieros de corto plazo	-1.740	145	287	67	-108,3	98,1
Activos	2.105	-535	-735	-737	-125,4	37,5
Inversión de cartera	1.038	-801	-799	-800	-177,1	-0,2
Crédito comercial	220	-17	64	63	-107,8	-468,9
Préstamos	188	137	0	0	-27,1	-
Otros activos	659	146	0	0	-77,9	-
Pasivos	366	-390	-448	-670	-206,7	14,9
Inversión de cartera	593	-265	150	0	-144,7	-156,6
Crédito comercial	-288	-25	-328	-400	-91,3	1216,7
Préstamos	63	-97	-270	-270	-253,2	177,6
Otros pasivos	-2	-3	0	0	25,9	-
Flujos especiales de capital	1	0	0	0	-73,1	-
Errores y omisiones netos	-599	-255	0	0	-57,4	-
Variaciones reservas internacionales brutas ^a	209	-1.454	-123	-1.359	-796,5	-91,5
Saldo de reservas internacionales brutas ^a	9.908	8.741	8.618	7.447	-11,8	-1,4
Saldo de reservas internacionales netas ^a	9.906	8.740	8.617	-	-11,8	-1,4
Variación de reservas internacionales netas ^a	211	-1.452	-123	-	-787,6	-91,5

^a Según metodología de balanza de pagos

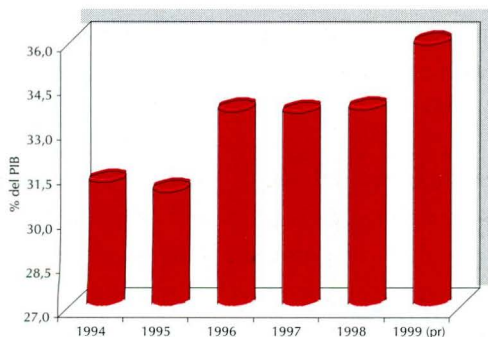
Fuente: Banco de la República, Departamento Nacional de Planeación y Fedesarrollo.

Gráfico 13A. RESERVAS INTERNACIONALES NETAS (Enero 1994 - julio 1999)



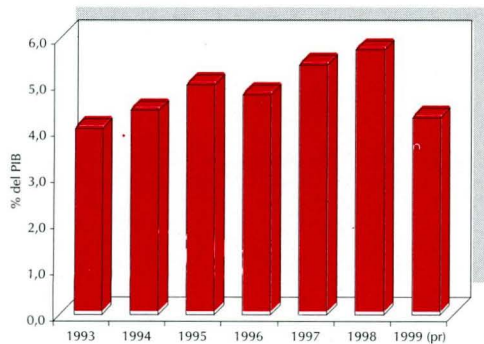
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 13B. DEUDA EXTERNA (% del PIB)



Fuente: Banco de la República y Fedesarrollo.

Gráfico 13C. CUENTA CORRIENTE (% del PIB)



Fuente: Banco de la República y Fedesarrollo.

Cuadro 12B. INDICADORES GENERALES DE BALANZA DE PAGOS

	1997	199(pr)
Devaluación real anual (%)	1,8	8,1
Deuda externa total (millones US\$)	33.884	33.165
Deuda externa total/PIB (%)	33,7	35,9
Deuda externa neta (millones US\$)	25,078	25.718
Deuda externa neta/PIB (%)	25,0	27,9
Déficit corriente/PIB (%)	5,7	4,2
Transferencias/PIB (%)	0,5	0,6
Reservas en meses de importación	6,0	5,7
Importaciones/PIB (%)	17,0	12,9

(pr): proyectado.

Fuente: Banco de la República y proyecciones de Fedesarrollo.

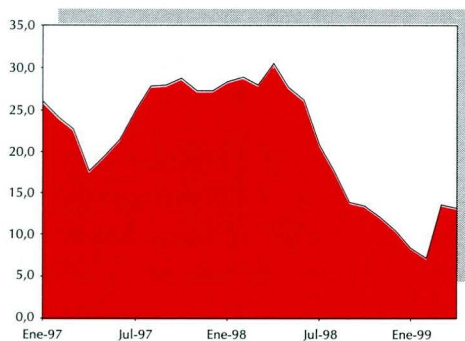
◆ Las proyecciones de Fedesarrollo para el presente año también muestran una disminución en el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Frente a 1998, se estima que el déficit se ubicará en US\$3.914 millones, como consecuencia de la mejoría de US\$2.280 millones en el saldo de la cuenta de bienes y servicios no factoriales y del aumento de US\$53 millones en las transferencias. La cuenta de capital se reducirá en US\$2.115 millones debido al descenso de US\$1.861 millones en la inversión extranjera directa y de cartera y de US\$234 millones en el arrendamiento financiero.

◆ Como resultado del comportamiento de estos indicadores, se prevé que la desacumulación de reservas internacionales brutas durante 1999 sea de cerca de US\$1.350 millones, y al finalizar el año su valor acumulado alcance US\$7.447, que cubrirían 5,7 meses de importación de bienes y servicios.

IV. Indicadores de la situación fiscal

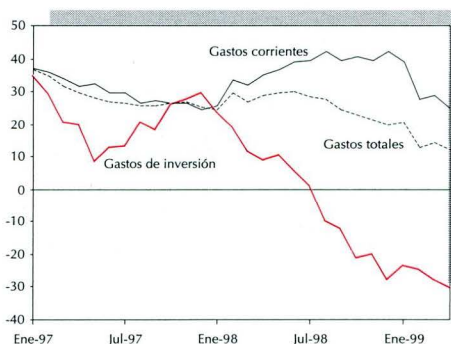
- ◆ De acuerdo con las cifras suministradas por el Confis, el déficit del Gobierno Central ascendió a \$1,87 billones entre enero y abril, lo que refleja un aumento de cerca de \$200 mil millones frente a lo programado a principios del año para este período. El resultado se explica por el fuerte descenso de \$670 mil millones de los ingresos (en especial los tributarios debido a la recesión), superior a la reducción en los pagos del gobierno observados frente a lo programado.
- ◆ Pese a que las cifras muestran que no se ha cumplido con la meta establecida para este año en materia de ingresos, el déficit del Gobierno Central es inferior al registrado en el mismo período del año anterior en 1,2% del PIB. Esto se debe a un crecimiento de los ingresos de casi 30%, (especialmente los no tributarios pues los tributarios crecieron sólo 4,8% en términos nominales) frente a un menor aumento de 7% en los pagos. Esto último se explica en parte por la caída en los gastos por intereses de la deuda interna, que resultaron de las menores tasas de interés registradas en los primeros meses del presente año.
- ◆ Los pagos corrientes del Gobierno Central aumentaron 11,5%, 32 puntos porcentuales menos que el crecimiento de 43,4% observado en abril del año anterior. Por su parte los gastos de funcionamiento crecieron 18%, debido al aumento de 29,7% en las transferencias y de 7,2% en los gastos personales, lo que se suma a la disminución de 31% en los gastos generales. El otro componente de los pagos totales está constituido por los gastos de inversión que se redujeron 30,3% para el acumulado enero-abril, consecuentemente con el plan de recorte de gastos del Gobierno Nacional.
- ◆ Las finanzas del sector público no financiero (consolidado) para el primer trimestre de este año registraron un superávit de 0,25% del PIB; la primera vez en tres años que se observa un saldo positivo. Esto se explica por la contribución de los superávits de Carbocol (0,02% del PIB) y del

Gráfico 14A. GOBIERNO CENTRAL: INGRESOS TOTALES (Crecimiento anual acumulado)
Enero 1997 - abril 1999



Fuente: Confis

Gráfico 14B. GASTO DEL GOBIERNO CENTRAL (Crecimiento anual acumulado)
Enero 1997 - abril 1999



Fuente: Confis

Cuadro 13A. OPERACIONES EFECTIVAS DEL GOBIERNO CENTRAL
(Miles de millones de pesos corrientes)

	1998	Ene-abr 1999	Proyección	Variación %		
			1999	98/97	Ene-abr 99/98	99/98
Ingresos Totales a\	16.883	6.863	21.485	10,5	28,9	27,3
Ingresos tributarios netos	14.825	5.112	17.464	12,8	4,8	17,8
Ingresos no tributarios a	2.058	1.751	4.020	-3,6	292,6	95,3
Pagos Totales	23.492	8.587	27.753	20,0	7,0	18,1
Pagos Corrientes	21.059	7.979	25.879	42,1	11,5	22,9
Intereses	3.937	1.865	5.094	59,9	-5,4	29,4
Externos	889	481	1.408	68,3	28,8	58,3
Internos b\	3.048	1.385	3.685	36,5	-13,4	20,9
Funcionamiento	17.122	6.114	20.785	38,9	18,0	21,4
Servicios personales	3.548	1.174	4.134	24,6	7,2	16,5
Transferencias	12.259	4.532	15.426	25,7	29,7	25,8
Gastos generales c\	1.315	409	1.225	167,0	-31,1	-6,9
Pagos de Capital	2.280	608	1.835	-28,1	-25,1	-19,5
Pago Endeudamiento Externo	-	-	39	-	-	-
Ahorro Corriente	-4.176	-1.117	-4.394	477,5	-38,9	5,2
Déficit/Superávit sin préstamo neto	-6.609	-1.725	-6.268	53,7	-36,2	-5,1
Prestamo neto	322	141	269	61,9	41,3	-16,4
Déficit/Superávit a\	-6.930	-1.866	-6.537	54,0	-33,4	-5,7
Financiamiento	6.930	1.866	6.537	54,0	-33,4	-5,7
Crédito Externo Neto	2.701	1.432	2.250	149,2	-10,9	-16,7
Mediano y largo plazo	2.701	1.431	2.250	149,2	-	-16,7
Desembolsos	3.700	1.854	3.788	95,8	-4,4	2,4
Amortizaciones	999	423	1.539	23,9	27,1	54,1
Corto plazo neto	0	1	0	-	-	-
Crédito Interno Neto	3.997	1.726	1.462	13,6	20,1	-63,4
Desembolsos d/	7.709	3.954	8.396	11,4	18,3	8,9
Amortizaciones	3.712	2.228	6.933	9,1	16,9	86,8
Privatizaciones	0	0	1.867	-	-	-
Otros recursos	232	-1.291	959	-129,8	433,9	313,0
Déficit o Superávit / PIB	-4,5	-1,2	-3,8	-	-	-
Déficit o Superávit después de privatiz	-4,5	-1,2	-2,7	-	-	-

^a Incluye cuenta especial de cambios.

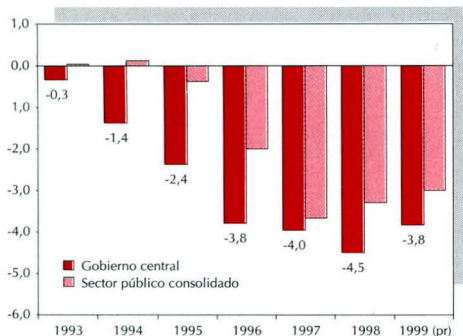
^b Incluye intereses TAN.

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

^d En 1998 incluye colocación de TES tipo B

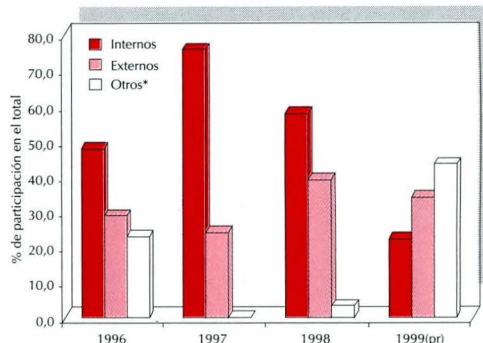
Fuente: Confis.

Gráfico 14C. FINANZAS DEL GOBIERNO CENTRAL Y DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO



Fuente: Confis

Gráfico 14D. FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT DEL GOBIERNO CENTRAL



* Incluye privatizaciones.

Fuente: Confis

sector descentralizado (0,93% del PIB), pero especialmente por la reducción de 0,7 puntos porcentuales del PIB en el déficit del Gobierno Nacional.

- ◆ Se prevé que al finalizar el presente año, el déficit del sector público consolidado ascienda a \$5.205 mm, equivalente a 3% del PIB, y que el desbalance en las finanzas del Gobierno Central

disminuya 0,7 puntos del PIB en el transcurso del año.

- ◆ Para el presente año el Confis prevé que el déficit del Gobierno Nacional Central antes de préstamo neto ascienda a \$6.268 mm (suma equivalente a 3,82% del PIB). Esta estimación supera en 0,65% del PIB, la meta incluida en el Plan Financiero para 1999, debido a la reducción neta de los ingresos totales en \$536 mm y la inclusión de mayores pagos por un monto similar (\$533 mm), lo que se explica parcialmente por las emergencias financieras y del eje cafetero, sumado a la necesidad de incluir los préstamos a las entidades territoriales para cubrir los faltantes en educación.
- ◆ Adicionalmente se espera que la situación sea más favorable para buena parte de las entidades oficiales frente al año anterior, con excepción de las finanzas de la seguridad social -como resultado de los mayores pagos proyectados frente a los menores ingresos- y de las entidades regionales y locales -debido especialmente a la mayor inversión que hará la capital del país con cargo a los recursos de descapitalización de la EEB-.

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

	1998	I trimestre 1999	1999
Sector eléctrico	-0,9	0,0	-0,3
Ecopetrol	0,1	0,2	0,5
Carbocol	0,0	0,0	0,0
Telecom	0,1	0,1	0,1
Metro Medellín	0,0	0,0	0,1
Resto entidades descentralizadas	0,0	0,2	0,1
Seguridad social	1,5	0,4	0,6
Regional y local	0,0	-	-0,3
Entidades no incluidas	0,1	-	0,4
Fondl Nal. del Café	0,0	0,0	0,0
Gobierno Nacional	-4,5	-0,7	-3,8
Gobierno Nacional + regional y local	-4,7	-	-3,7
Total	-3,3	0,3	-3,0
Total sin seguro social	-4,8	-	-3,7

Fuente: Confis.

PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS

- ◆ En lo corrido de los primeros seis meses del año, algunos de los indicadores del mercado monetario como son la base monetaria y los medios de pago, se caracterizaron por el crecimiento continuo, a diferencia de lo ocurrido a lo largo de todo el año anterior. Sin embargo, en el mes de junio, el crecimiento de la base monetaria cambió su tendencia.
- ◆ La base monetaria disminuyó 4,2% al pasar de \$7.521 miles de millones en el mes de junio de 1998 a \$7.204 miles de millones en igual período del presente año. Este comportamiento se vio afectado por la disminución de 30,8% en las reservas del sistema financiero, en especial, por la caída cercana al 42% en los depósitos en cuentas

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

	Diciembre		Junio	
	1998	1998	1999	1999
Base monetaria	-16,5	10,8	-4,2	
Efectivo ^b	12,2	18,0	22,8	
Reserva bancaria	-44,6	4,6	-30,8	
Medios de pago (M1)	-3,9	3,6	4,8	
Efectivo en poder del público	12,1	18,0	22,8	
Depósitos en cuentas corrientes	-13,5	-4,5	-7,7	
Oferta monetaria ampliada (M3 + Bonos)^c	7,8	21,1	6,8	
Coefficientes				
Multiplicador monetario	1,5	1,2	1,3	
Efectivo/cuentas corrientes	0,4	0,3	0,3	
Reserva/cuentas corrientes	0,2	0,4	0,2	

^a Sobre el saldo del último día del mes.

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

^c Incluye efectivo, pasivos sujetos a encaje y bonos del sistema financiero.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 15A. PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS Enero 1996 - junio 1999

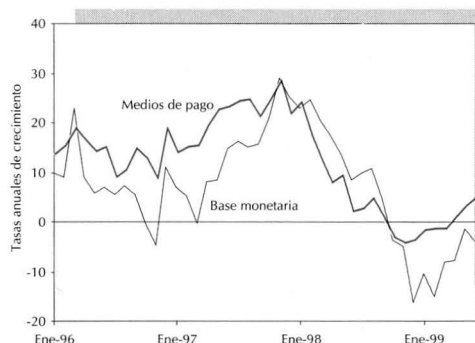


Gráfico 15B. M3 + BONOS Enero 1997 - junio 1999

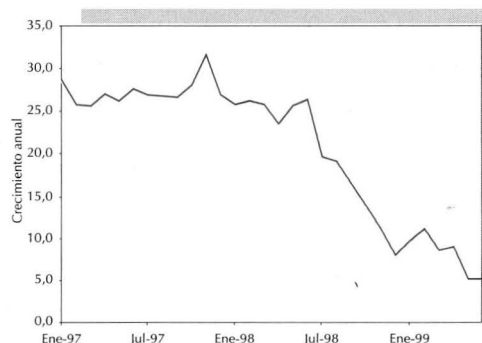
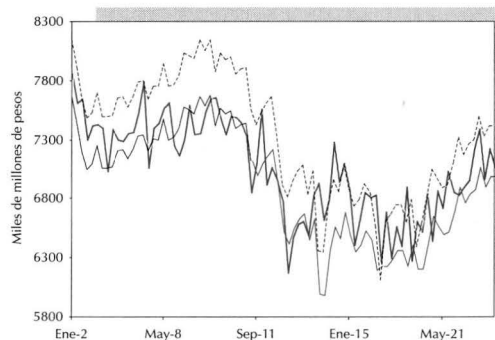


Gráfico 15C. CORREDOR DE LA BASE MONETARIA Enero 1998 - julio 1999



Fuentes: Banco de la República.

corrientes del sistema financiero en el Banco de la República. No obstante, estas disminuciones fueron compensadas con el aumento de 22,8% en el efectivo.

- ◆ El crecimiento de los medios de pago fue de 4,8% en el sexto mes del año, superior en 1,2 puntos porcentuales a la tasa registrada en el mismo mes del año anterior. En este comportamiento influyó la reducción de 7,7% en los depósitos en cuentas corrientes (-6,2% en las privadas y -10,5% en las cuentas oficiales).
- ◆ El indicador de ahorro financiero definido en términos de M3+Bonos se mantuvo estable al finalizar el primer semestre del año y, aunque su variación fue positiva, se encuentra en niveles muy inferiores a los registrados durante los primeros seis meses del año anterior. En efecto, la variación del mes de junio fue de 5,0% frente a 26,2% en igual mes de 1998.

TASAS DE INTERÉS Y MARGEN DE INTERMEDIACIÓN

- ◆ Con el propósito de reactivar la economía, el Banco de la República ha adoptado la política de reducción de la tasas de interés desde el comienzo del año. La tasa para las operaciones Repo pasó de 26% en el mes de enero a 17% al finalizar el séptimo mes del año, reducción que se extendió al resto de tasas de interés en el mercado. En el transcurso de este período, la tasa interbancaria disminuyó cerca de siete puntos porcentuales al pasar de 25,8% en promedio al inicio del año a 19,3% en el mes de julio. Sin embargo, esta tasa se ubica hoy en niveles superiores a los de hace siete semanas.
- ◆ La tasa de captación DTF a 90 días registró una disminución importante de 17 puntos porcen-

Gráfico 16A. TASA REAL DE INTERES DE CAPTACION Y COLOCACION
Enero 1994 - julio 1999

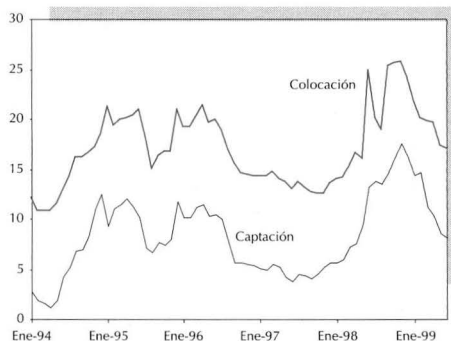


Gráfico 16B. TASA INTERBANCARIA
Enero 1998 - julio 1999

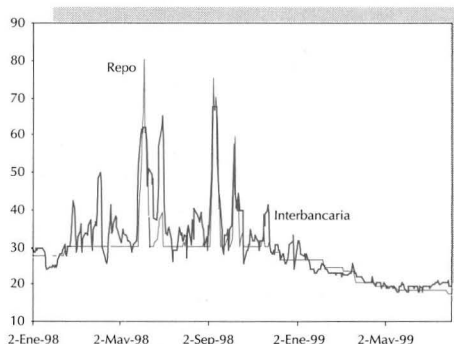
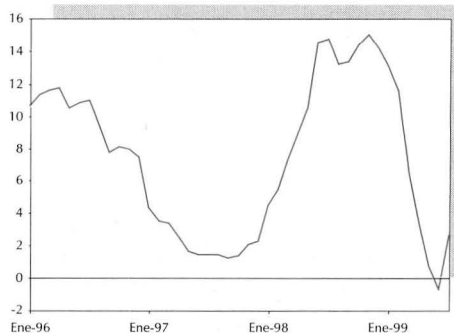


Gráfico 16C. DIFERENCIAL DE INTERESES CORREGIDO POR PENDIENTE DE LA BANDA CAMBIARIA
Enero 1996 - julio 1999



Fuentes: Banco de la República.

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

	Captación (DTF 90 días)	Colocación	Margen de intermediación
1997	24,13	34,26	10,13
1998	32,60	42,22	9,26
1999			
Enero	34,01	42,32	8,30
Febrero	32,26	38,30	6,04
Marzo	26,15	35,66	9,51
Abril	22,61	32,79	10,18
Mayo	19,38	28,79	9,41
Junio	17,87	27,34	9,47
Julio	18,78	27,48	8,71

Fuente: Banco de la República.

tuales en lo corrido de los primeros siete meses del año y en promedio para el mes de julio se ubicó en 18,8%, una de las tasas más bajas de la presente década, aunque ligeramente superior a la tasa registrada en junio pasado (17,87%). De

igual forma, durante este período la tasa de colocación promedio para el sistema ha descendido de niveles cercanos al 45% a 27,5%. La caída en las tasas nominales ha favorecido la desaceleración de las tasas de interés reales. En el mes de junio, la tasa de captación real fue de 8,2% y la de colocación de 16,9%. Sin embargo, la baja inflación ha impedido tasas reales más bajas.

- ◆ En el período enero-julio, el margen de intermediación sólo disminuyó 0,3 puntos porcentuales. Durante el mes de julio el margen se ubicó en 8,7%, cifra superior en 1,4 puntos porcentuales frente al mismo mes del año anterior.
- ◆ La disminución conjunta en el ritmo de crecimiento del índice de precios al consumidor, la tasa DTF y la tasa libor hasta finalizar el primer semestre del año, produjo el descenso en el diferencial entre intereses internos y externos.

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

	Diciembre	Junio		Variación % junio	
	1998	1998	1999	1998/1997	1999/1998
Efectivo en poder del público	4587	3.721	4.570	18,0	22,8
Sistema financiero	42119	39.501	43.722	19,4	10,7
Depósitos en cuenta corriente ^a	5923	5.356	4.943	-4,5	-7,7
Depósitos de ahorro	7349	6.697	8.621	29,8	28,7
Certificados de depósito a término	15885	14.215	16.569	75,8	16,6
Bancos	13089	11.688	13.593	81,6	16,3
Corporaciones financieras	2796	2.527	2.976	53,2	17,8
Depósitos CAV	9185	9.332	10.165	-12,9	8,9
Captación compañías. de financ. comercial	2729	2.746	2.504	0,5	-8,8
Cédulas Hipotecarias	1048	1.155	920	48,6	-20,3
Sector público	23286	12.551	15.724	40,5	25,3
Certificados eléctricos valorizables y TER	138	5	129	-77,3	-
T.E.S. B	13534	12.057	15.106	43,1	25,3
Banco de la República	27	2	178	-	-
Certificados de cambio	1	1	1	-	-
Operaciones de mercado abierto	26	0	176	-	-
Otras operaciones	0	1	1	-	-

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

Fuente: Banco de la República.

Sin embargo, el aumento de la tasa libor durante el mes de julio y el descenso de la pendiente de la banda cambiaria de 13% a 10%, generaron un cambio en la tendencia de este indicador. En efecto, el diferencial de julio alcanzó 2,53%, superior en cerca de 4 puntos porcentuales frente al diferencial registrado en junio, pero inferior al 14,62% registrado en el séptimo mes del año anterior.

PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS

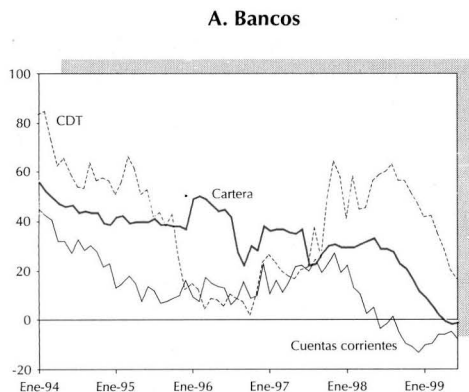
- ◆ Durante el mes de junio, el efectivo en poder del público fue de \$4.570 miles de millones, lo que significó un aumento de \$849 mm en este indicador frente al mismo mes del año anterior, equivalente a un incremento de 22,8%.
- ◆ Los activos del sistema financiero crecieron 10,7% en junio frente a 19,4% de aumento en igual mes del año anterior, debido a la caída en el ritmo de crecimiento de los certificados de depósito a término de las corporaciones financieras y de los bancos. La caída de 7,7% en los depósitos en cuenta corriente y de 8,8% en las captaciones de las compañías de financiamiento comercial, también dificultaron un mejor comportamiento en estos activos. Sobresale la recuperación de los depósitos de las corporaciones de ahorro y vivienda que pasaron de una caída cercana al 13% al finalizar el primer semestre de 1998 a un aumento de 8,9% en el pasado mes de junio.
- ◆ En el caso del sector público, los activos financieros aumentaron 25,3%, resultado inferior en quince puntos porcentuales frente al aumento de 40,5% registrado en el mes de junio del año anterior, lo que se explica directamente por el deterioro en el crecimiento de los TES. Por su parte, los activos financieros del Banco de la

República se concentraron en las operaciones de mercado abierto que aumentaron \$176 mm.

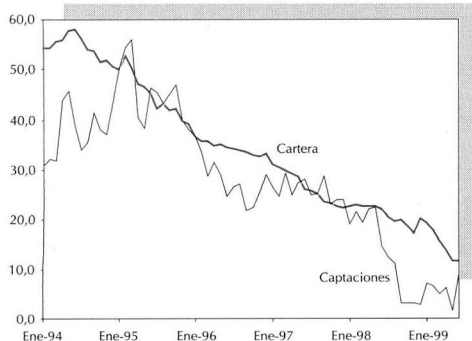
CARTERA DEL SISTEMA FINANCIERO

- ◆ Durante el último año, la difícil situación del sector financiero ha estado caracterizada por el creciente deterioro de los principales indicadores de las entidades financieras: cartera vencida, bienes recibidos en dación de pago, crecimiento de otros activos improductivos y aumento notable de las pérdidas reportadas por los establecimientos de crédito, en especial del sector público.
- ◆ Las pérdidas del sector financiero siguieron creciendo y en el pasado mes de junio sumaron \$996.241 millones. El 56,3% estas pérdidas correspondió a los bancos públicos y el 31,5% a las corporaciones de ahorro y vivienda.
- ◆ A finales del mes de junio, la cartera de las entidades de crédito creció 2,9% mientras que hace un año creció al 24,2%. La cartera de los bancos cayó a 0,5% frente a 29,5% de crecimiento en junio del año anterior; la cartera de las CAV creció 11,8%, la de las corporaciones financieras 8,9% y la de las compañías de financiamiento comercial se redujo 10,4%.
- ◆ El indicador de calidad de la cartera para el total de los establecimientos financieros de crédito pasó de 7,9% en junio del año anterior a 13,13% al finalizar el primer semestre del presente año. Al interior del grupo de establecimientos, las CAV, las compañías de financiamiento comercial y los bancos, fueron los más afectados, con aumentos superiores a los cinco puntos porcentuales frente a los resultados de junio de 1998.
- ◆ Esta difícil situación, unida a la urgente necesidad de reactivar el crédito hacia el sector real de la

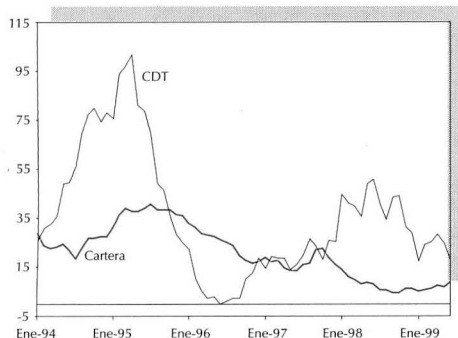
Gráfico 17A. EVOLUCION DE CAPTACIONES Y CARTERA Enero 1994 - junio 1999



B. Corporaciones de ahorro y vivienda

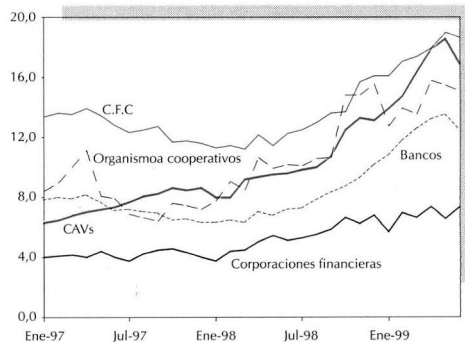


C. Corporaciones financieras



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 17B. CALIDAD DE LA CARTERA POR INTERMEDIARIO FINANCIERO Enero 1997 - junio 1999



Fuentes: Superintendencia Bancaria.

economía, llevó al Gobierno a autorizar al Fondo de Garantías de Instituciones Financieras, Fogafin (mediante la Resolución 006/1999), para la creación de una línea especial de crédito destinada a otorgar préstamos blandos a los accionistas de los establecimientos de crédito y, por esta vía, capitalizar y fortalecer patrimonialmente a dichas instituciones, de tal forma que esto les permita reactivar el crédito. A cambio, las entidades se comprometen a cumplir con un convenio de desempeño.

- ◆ Se espera que con el Plan de Salvamento Bancario, el sector financiero pueda fortalecerse y reestablecer paulatinamente la confianza de los agentes en la capacidad de recuperación de la economía porque se podrá normalizar la actividad crediticia; las tasas activas podrán disminuir nuevamente a niveles normales y las empresas financieras podrán asumir nuevas actividades de riesgo respaldadas en una base patrimonial más sólida. Igualmente el sector podrá responder con mayor capacidad a la demanda de crédito prevista para el segundo semestre del año.

VI. Indicadores de precios

- ◆ Los resultados del Dane al mes de julio muestran que el índice de precios al consumidor registró el aumento más bajo de los últimos trece años al ubicarse en 0,31%. Este comportamiento condujo a que, al cierre del séptimo mes del año, el IPC acumulara una variación de 6,88%, frente a 14,66% de crecimiento en el período enero-julio de 1998. La variación acumulada de los últimos doce meses fue de 8,78%.
- ◆ Entre enero y julio del presente año, los grupos de Otros gastos, Transporte, Salud y Educación registraron crecimientos superiores al promedio nacional (13,22%, 12,58%, 11,50% y 10,65%, respectivamente). Es importante anotar que los gastos básicos que explicaron el crecimiento del IPC durante este período fueron la gasolina, papa, bus urbano, taxi, teléfono residencial, servicios bancarios, arrendamientos imputados, pensiones y medicinas.
- ◆ Teniendo en cuenta la contribución de los diferentes grupos a la variación total del índice en lo corrido del año hasta el mes de julio, los mayores

Cuadro 15A. INFLACION POR SECTORES (%)

	Año corrido Enero-julio		
	1998	1998	1999
Total nacional	16,7	14,7	6,9
Alimentación	15,7	21,1	5,4
Vivienda	16,6	10,1	4,1
Vestuario	7,8	5,2	2,2
Salud	20,6	16,8	11,5
Educación	18,6	16,4	10,6
Transporte	-	-	5,5
Esparcimiento*	20,2	15,9	12,6
Otros	20,2	12,9	13,2

* En la nueva canasta familiar, el grupo de cultura, diversión y esparcimiento se derivó del antiguo grupo de educación del IPC-60.
Fuente: Dane.

Gráfico 18A. INFLACION: COMPONENTES CICLICO Y TENDENCIAL Enero 1994 - julio 1999

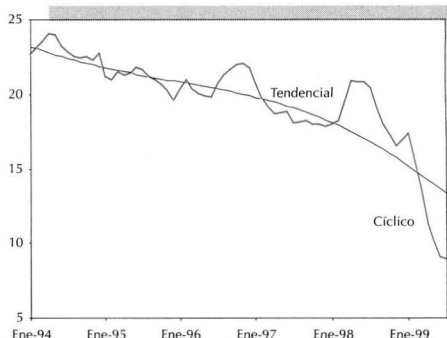


Gráfico 18B. INFLACION POR SECTORES

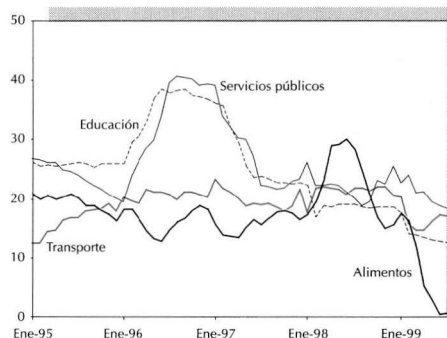
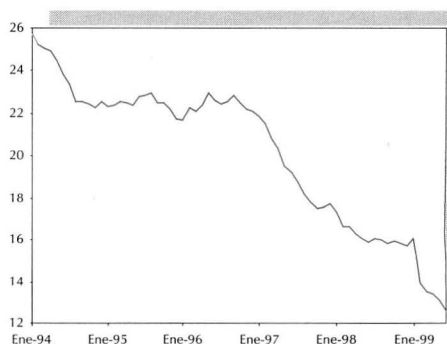


Gráfico 18C. INFLACION BASICA*



*Inflación básica: inflación excluyendo alimentos, servicios de transporte y comunicaciones, combustibles y servicios, y combustible para vehículo.
Fuente: Dane, DNP y cálculos de Fedesarrollo.

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

	Total	Procedencia de los bienes				Uso o destino económico de los bienes ^a			
		Producidos y consumidos	Importados	Exportados	Exportados sin café	Consumo intermedio ^b	Consumo final ^b	Formación de capital	Materiales de construcción
Diciembre									
1997	17,5	17,7	15,9	36,5	21,8	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
Junio									
1998	12,2	13,1	5,6	-0,4	8,3	9,6	17,4	7,7	3,4
1999	4,9	4,9	4,5	7,7	8,7	4,1	5,6	5,5	7,3

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

^b Denominado en el IPM materias primas.

Fuente: Banco de la República.

aportes fueron hechos por Transporte y Comunicaciones (1,70 puntos), Alimentos (1,59 puntos), Vivienda (1,22 puntos) y Otros Gastos (1,04 puntos). La contribución más baja fue la del grupo de Vestuario con sólo 0,16 puntos porcentuales y la de Cultura, Diversión y Esparcimiento con 0,20 puntos.

- ◆ En lo corrido del año hasta el mes de julio, los grupos de Esparcimiento y Alimentos fueron los de menor crecimiento (5,53% y 5,39%, respectivamente) frente al mismo período del año anterior. El primer caso se explica por la desaceleración en el ritmo de crecimiento de los aparatos para la diversión y esparcimiento y los artículos culturales. Por su parte, el menor incremento en los alimentos resulta del comportamiento de los precios de las carnes y sus derivados, lácteos, grasas y huevos, y pescados y ostras de mar.
- ◆ Pasto, Bucaramanga, Santafé de Bogotá y Cúcuta fueron las ciudades que registraron mayores

incrementos en sus precios (8,44%, 7,67%, 7,48% y 7,43%, respectivamente). En contraste, las ciudades con inflaciones más bajas fueron Cali (4,90%), Montería (5,90%) y Barranquilla (5,97%), en buena medida como resultado de la desaceleración de la demanda.

- ◆ Por su parte, la variación del índice de precios al productor IPP para el mes de junio, se ubicó en 0,6% frente a 0,8% de incremento registrado en el mismo mes del año anterior. Este comportamiento llevó a acumular un crecimiento de 4,9% en lo corrido del primer semestre del año contra 12,2% en 1998, y para los últimos doce meses el incremento fue de 6,1%, cifra inferior en 11,5 puntos porcentuales al resultado observado en junio del año anterior. Teniendo en cuenta la clasificación por actividades económicas, el IPP de la industria manufacturera creció 4,9% en el acumulado para los primeros seis meses del año; la minería lo hizo en 25,2% y la agricultura, silvicultura y pesca en 3,6%.

CUADERNOS DE ECONOMIA

Año 36

Abril 1999

Nº 107

SUMARIO

CRECIMIENTO POTENCIAL EN CHILE

CRECIMIENTO POTENCIAL EN CHILE <i>Dominique Hachette A. de la F.</i>	435
DETERMINANTS OF ECONOMIC GROWTH: IMPLICATIONS OF THE GLOBAL EVIDENCE FOR CHILE <i>Robert J. Barro</i>	443
CRECIMIENTO POTENCIAL: EL CASO DE CHILE <i>Juan Braun Ll.</i> <i>Matías Braun Ll.</i>	479
INFLATION AND WELFARE: AN APPLICATION TO CHILE <i>Carlos Fernández V.</i>	519
CICLOS Y CRECIMIENTO SOSTENIBLE A MEDIANO PLAZO EN LA ECONOMÍA CHILENA <i>Juan Eduardo Coeymans A.</i>	545
DETERMINANTES DE LA PRODUCTIVIDAD EN CHILE: 1961-1997 <i>Juan Eduardo Coeymans A.</i>	597
STOCK DE RECURSOS DE LA ECONOMÍA CHILENA <i>M. Soledad Arellano S.</i> <i>Matías Braun Ll.</i>	639
RENTABILIDAD DE LA EDUCACIÓN FORMAL EN CHILE <i>M. Soledad Arellano S.</i> <i>Matías Braun Ll.</i>	685

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 O ATRASADOS

Chile	\$	4.000	
Extranjero	US\$	15	(incluye envío aéreo)

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

Pontificia Universidad Católica de Chile
Instituto de Economía
Oficina de Publicaciones
Teléfonos: 686-4314; 686-4312
Casilla 76, Correo 17, Santiago
CHILE
FAX 56-2-5521310
echamorr@volcan.facea.puc.cl
Dirección WEBB: <http://sol.facea.puc.cl/cuadernos>

Análisis Coyuntural

PENSAMIENTO IBEROAMERICANO

Revista de Economía Política

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

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

Director: Orvaldo Sunkel

Secretario de Redacción: Carlos Abad

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

Número 19

Enero-Junio 1991

SUMARIO

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

PERSPECTIVAS ECONOMICAS DE AMERICA LATINA EN LOS NOVENTA

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

CAPITAL HUMANO, INNOVACION TECNOLOGICA Y GESTION EMPRESARIAL

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

ESCENARIOS POLITICOS Y SOCIALES

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

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

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

FIGURAS Y PENSAMIENTO: Homenaje a Aníbal Pinto

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

Y LAS SECCIONES FIJAS DE

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

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

Análisis Coyuntural

I. SITUACIÓN DEL SECTOR FINANCIERO

La desaceleración de la economía a partir del segundo semestre de 1998 y la abrupta recesión de 1999, la alta concentración del crédito en un sector particularmente golpeado como la construcción, conjuntamente con los altos niveles de endeudamiento y las altas tasas de interés, llevaron a una profunda crisis del sector financiero. Esta se reflejó en un marcado deterioro de la cartera, en mayores provisiones, y en fuertes pérdidas. También implicó un recorte drástico de la oferta de crédito.

En el presente análisis se presentará la evolución de algunos indicadores relevantes que sirven para ilustrar la actual crisis por la que atraviesa el sector. Posteriormente, se hará un breve recuento de las medidas adoptadas por el Gobierno para rescatar las entidades de crédito públicas y las privadas. En este punto, se advertirá sobre los posibles costos de dichas medidas. Por último, se plantearán algunos interrogantes sobre el futuro del sector financiero en general.

Antes de comenzar, es conveniente emitir algunas apreciaciones generales que deberían regir la política hacia el sector. En primer lugar, es claro que un sector financiero sólido debe operar satisfactoriamente en tiempos de crisis y de bonanza, y por ello no tiene mucho sentido culpar a la crisis económica global de todos los males del sector. Las crisis dependen, entre otros, de factores macroeconómicos como el crecimiento del PIB y las tasas de interés reales, de factores financieros como el crecimiento y la contracción del crédito o la liquidez del sistema bancario, y de factores institucionales como la existencia y efectividad de los seguros de depósitos y la vigencia de la ley para hacer cumplir los contratos.

Segundo, la banca pública debe desaparecer en el mediano plazo pues es un instrumento altamente ineficiente para lograr objetivos concretos deseables. Se indica en el capítulo, en efecto, que los bancos públicos presentan índices mucho más insatisfactorios que los del sector privado en materia de eficiencia y calidad. Si se desea atender a un campesino que no atendería normalmente el sector privado,

¿por qué no se subsidia a este último para prestar dicho servicio?

Tercero, el plan de medidas diseñado por el actual gobierno es sumamente costoso. Se estima que la capitalización de los bancos públicos costará al gobierno cerca de \$7 billones. El pago de intereses y capital sobre los bonos emitidos por el Fogafin para dicho propósito suman en promedio unos \$680 mil millones por año, cerca de 1 punto del PIB en algunos años. Además, se están otorgando cuantiosos subsidios al sector privado, si se considera que se presta al DTF+2, con tres años de gracia para capital y un año para intereses, comparado con el DTF+13 del mercado.

Finalmente, es necesario avanzar mucho más en materia de regulación y transparencia. En América Latina ha sido frecuente la creación *a posteriori* de las redes de protección bajo presiones políticas, en lugar de *a priori*, con baja discrecionalidad y reglas claras¹. También sabemos que los países con sistemas regulatorios débiles han sido golpeados más fuertemente por las crisis financieras. Finalmente, diferentes estudios revelan que la situación actual en Colombia es satisfactoria para variables como la relación mínima entre capital y activos, la calidad de éstos últimos, o los requerimientos regulatorios en materia de liquidez.

Los problemas en el área de regulación se encuentran, más bien, en aspectos relacionados con el entorno operacional y la transparencia. Aún queda mucho por hacer en lo que se relaciona con derechos de propiedad y con el cumplimiento del régimen legal, y en cuanto a transparencia es indispensable que el usuario potencial cuente con un *ranking*

riguroso y serio de la calidad de las diferentes entidades financieras.

A. Evolución de algunos indicadores

Como es sabido, el monto y las condiciones del crédito otorgado por el sector financiero dependen en parte del desempeño actual y esperado de la economía, pues éstos determinan la capacidad de pago de los prestatarios y el riesgo que enfrentan los intermediarios: cuando la economía crece aumenta el crédito y cuando se contrae este se reduce.

En el caso del sector financiero colombiano esta relación se verificó: mientras la economía creció aceleradamente a principios de la década, la cartera de crédito se disparó y con ello el riesgo crediticio (en 1993 el crecimiento de la cartera neta fue de 58,98%). En este proceso, la construcción tuvo una gran influencia: el *boom* del sector y el aumento de los precios de la finca raíz condujeron a un acelerado crecimiento del crédito en particular entre 1993 y 1994, lo cual, además, volvió el sistema financiero muy sensible al desempeño del sector.

El problema con este proceso se presenta cuando los agentes actúan como si el crecimiento de la economía fuera a ser permanente, se endeudan en exceso, el sistema financiero asume riesgos elevados y, finalmente, la economía colapsa². En efecto, en el último año 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 la restricción de liquidez para defender la banda cambiaria (la tasa

¹ Ayala, U. (1999), "La Regulación y las Crisis Financieras", (*mimeo*).

² Un análisis sobre las implicaciones del excesivo endeudamiento de principios de la década, se encuentra en Carrasquilla, A., "Alternativas de Política Cambiaria en Colombia", Debates de Coyuntura Económica No. 48, diciembre de 1998.

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.

La reducción del ingreso de los particulares y de las empresas golpeados por la recesión, combinado 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 (la cartera vencida pasó de representar el 6% del total de la cartera bruta a mediados de los noventa a 14% en el presente año), 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 permanentes de liquidez.

En síntesis, aunque los balances del sistema financiero se venían afectando gradualmente desde mediados de la década, la situación se agravó en 1998 a raíz del aumento de las tasas de interés. Este deterioro y las fuertes restricciones de liquidez condujeron a una drástica caída en el crédito, que no ha podido recuperarse en lo que va corrido del presente año a pesar de la reducción de las tasas de interés nominales.

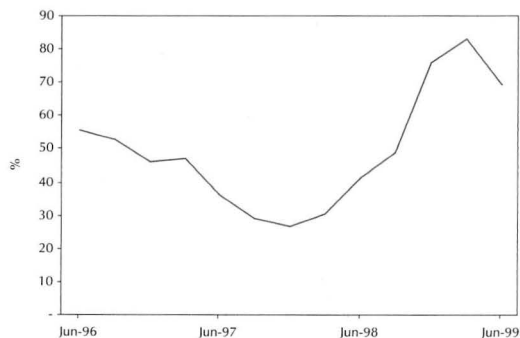
1. Deterioro de la cartera

Como se mencionó, las elevadas tasas de interés acompañadas por una fuerte recesión, tuvieron un efecto inmediato sobre la cartera del sector finan-

ciario. Mientras la cartera vencida para el total del sistema financiero se situaba en niveles cercanos a los \$3 billones en 1997 y entre \$4 y \$5 billones en 1998, ascendió a \$7,5 billones en los primeros meses de 1999. Esto implicó un crecimiento nominal anual de la cartera vencida de 76% y 83% al final de 1998 y en el primer trimestre de 1999, respectivamente (Gráfico 1). En el segundo trimestre del año, se quebró esta tendencia.

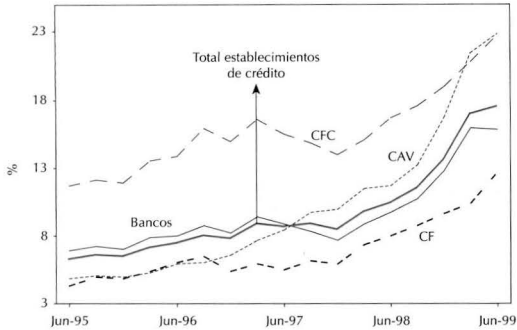
El aumento de la cartera vencida comparado con un incremento bastante inferior de la cartera total (69% y 4% en iguales períodos) produjo un deterioro en la calidad de la misma. Si bien este último indicador ha venido aumentando gradualmente desde principios de la década de niveles de 5% a cerca de 6%, el fuerte deterioro se registró desde principios de 1998 cuando la cartera vencida como proporción de la cartera bruta se ubicó en más de 8%. En el presente año, la situación se ha empeorado aún más y esta proporción llegó a superar el 14% en junio. El deterioro es aún más marcado si se incluyen los bienes que han recibido las entidades en dación de pago, que incrementaron el indicador (calidad de la cartera considerando los bienes recibidos en dación de pago) a 17,4% en el mismo mes (Gráfico 2).

Gráfico 1. CARTERA VENCIDA DE LOS ESTABLECIMIENTOS DE CRÉDITO (Crecimiento anual)



Fuente: Superintendencia Bancaria, cálculos Fedesarrollo.

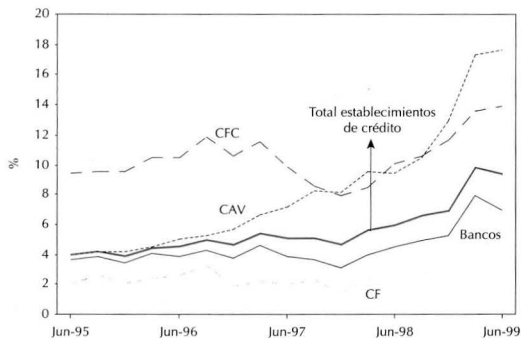
Gráfico 2. CALIDAD DE LA CARTERA CON BIENES RECIBIDOS EN PAGO



Calidad de la cartera con BRP = $(\text{Cartera vencida} + \text{bienes recibidos en pago}) / (\text{cartera bruta} + \text{bienes recibidos en pago})$
Fuente: Superintendencia Bancaria.

Sin embargo, el deterioro de la cartera no ha afectado por igual a todos los intermediarios. El peor desempeño ha correspondido a las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV) y a las Compañías de Leasing cuyos niveles llegaron a 22,9% y 22,7%, respectivamente, en junio pasado, y el mejor a las Corporaciones Financieras (CF) con 12,4%. Lo anterior se explica por el elevado peso que tiene la cartera de tipo hipotecario en las CAV (78,55% de la cartera

Gráfico 3. CALIDAD DE LA CARTERA POR TIPO DE ENTIDAD



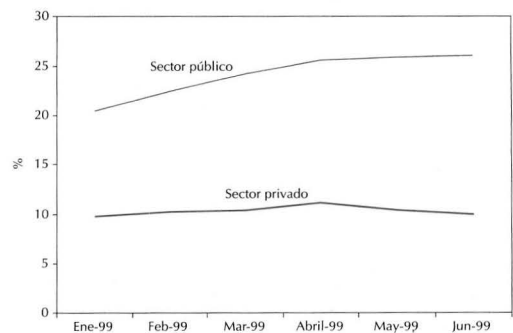
Calidad de la cartera = $(\text{Cartera vencida} / \text{cartera bruta})$
Fuente: Superintendencia Bancaria.

total) y el fuerte deterioro que ha sufrido la misma. Por su parte, los bancos, al tener una cartera más diversificada, han registrado un indicador de calidad cercano al promedio. Para este tipo de entidades, se observó incluso una cierta estabilidad frente a los primeros meses del año, después de presentar continuos crecimientos desde el primer trimestre de 1998. La mejora en los bancos contribuyó a una ligera recuperación del índice total en los meses más reciente (Gráfico 3). También se observa que los indicadores de calidad del sector público duplicaron los del sector privado (Gráfico 4).

En el Gráfico 5 se aprecia el deterioro ha sido marcado en cualquiera de los tres tipos de cartera (hipotecaria, consumo y comercial), aunque sobresale la fuerte caída de la calidad de la cartera de consumo. En contraste, la cartera hipotecaria mejoró ligeramente en el mes de junio, en respuesta a las medidas adoptadas por el Gobierno para dar apoyo a los deudores hipotecarios.

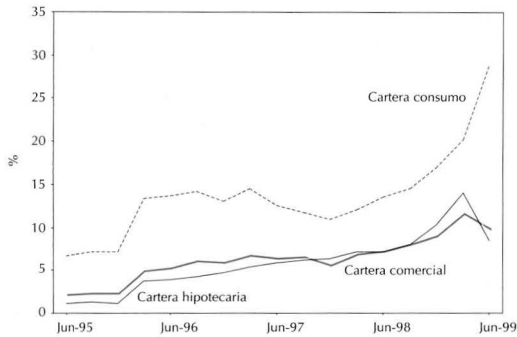
La cartera vencida creció a un ritmo acelerado, pero además se volvió cada vez más mala. El indicador de morosidad que muestra la cartera vencida pon-

Gráfico 4. CALIDAD DE LA CARTERA PARA EL SECTOR FINANCIERO PÚBLICO Y PRIVADO



Calidad de la cartera = $(\text{Cartera vencida} / \text{cartera bruta})$
Fuente: Superintendencia Bancaria.

Gráfico 5. CALIDAD DE LA CARTERA POR MODALIDAD



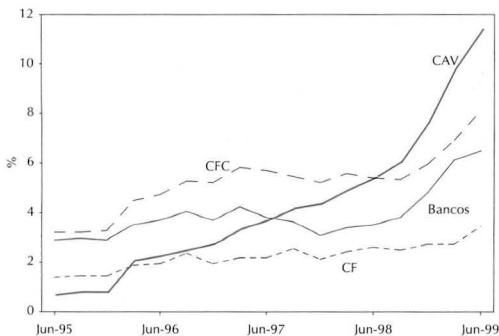
Calidad de la cartera = (Cartera vencida / cartera bruta) * 100
Fuente: Superintendencia Bancaria.

derada según su antigüedad sobre la cartera bruta y que determina cuánta cartera se puede recuperar, pasó de 3,4% en diciembre de 1997 a 7,4% en junio del presente año para el total de establecimientos de crédito. Nuevamente, las entidades más afectadas han sido las CAV, cuyo indicador hoy se encuentra en niveles de casi 11%. Esto se explica en buena parte por el hecho de que la cartera ven-

cida que se ha vuelto de peor calidad después de la de consumo ha sido la de tipo hipotecario, alcanzando un nivel de 10,6% (Gráficos 6 y 7). El comportamiento registrado en junio sugiere que los alivios a los deudores hipotecarios no han contribuido a reducir los niveles de morosidad de la cartera.

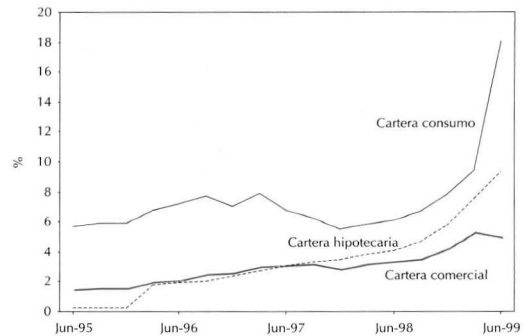
Por otra parte, el aumento de la cartera vencida y de los bienes en dación de pago, entre otros, incrementaron los niveles de exposición patrimonial y con ello el riesgo de las entidades. La proporción de los activos improductivos (que incluye cartera vencida y bienes en dación de pago) sobre el patrimonio pasó de cerca de 30% en 1995 a 119,8% en el pasado mes de junio. Es decir, que si se castigara la totalidad de los activos improductivos (si se provisionara el 100% de los mismos) el patrimonio alcanzaría valores negativos. Los establecimientos con mayor exposición patrimonial son las CAV (309,6% en junio) y los bancos (126,7%), debido al fuerte incremento de la cartera vencida en el caso de las primeras y de los bienes en dación de pago en el caso de los bancos (Gráfico 8).

Gráfico 6. MOROSIDAD DE LA CARTERA POR TIPO DE ENTIDAD



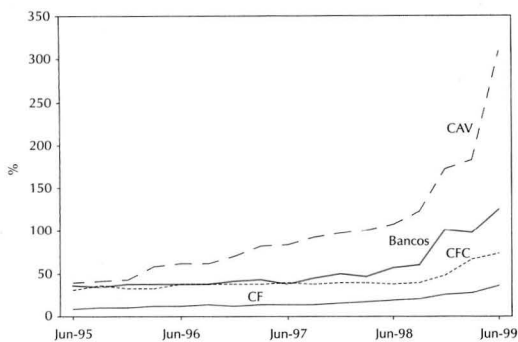
Indicador de morosidad = {(% cartera comercial x indicador de morosidad cartera comercial) + (% cartera consumo x indicador de morosidad cartera consumo) + (% cartera hipotecaria x indicador de morosidad cartera hipotecaria)}
Fuente: Superintendencia Bancaria.

Gráfico 7. MOROSIDAD DE LA CARTERA POR MODALIDAD



Indicador de morosidad = {(% cartera comercial x indicador de morosidad cartera comercial) + (% cartera consumo x indicador de morosidad cartera consumo) + (% cartera hipotecaria x indicador de morosidad cartera hipotecaria)}
Fuente: Superintendencia Bancaria.

Gráfico 8. EXPOSICIÓN PATRIMONIAL

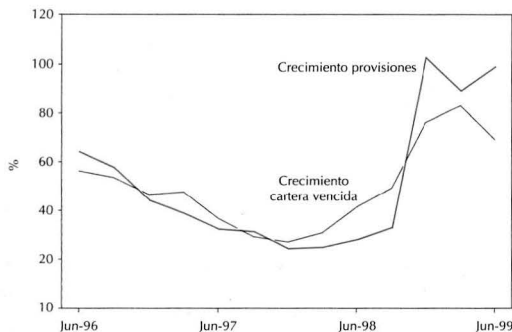


Exposición patrimonial = activos improductivos (sin propiedades y equipo)/patrimonio (balance).
Fuente: Superintendencia Bancaria.

2. Cobertura de la cartera

De manera consistente con el incremento de la cartera vencida, las provisiones han crecido: en el pasado mes de junio alcanzaron cerca de \$2,4 billones (frente a \$1 billón en 1997 y \$1,2 billones en 1998). El indicador de cubrimiento de la cartera, el porcentaje de la cartera vencida cubierto con provisiones, se ha mantenido en niveles cercanos a 32%, un nivel que sigue siendo muy bajo comparado con otros países (Gráfico 9 y Cuadro 1).

Gráfico 9. CARTERA VENCIDA Y PROVISIONES (Crecimiento anual)



Fuente: Superintendencia Bancaria.

La situación difiere según el tipo de cartera. El cubrimiento de la cartera hipotecaria (que es el más bajo) se ha incrementado desde niveles cercanos a 7% en los años 1997 y 1998 a 10% en 1999. En otros términos, las provisiones han crecido en mayor proporción a la cartera vencida. El caso contrario se observa en la cartera de consumo cuyo indicador mostró una tendencia descendente desde finales de 1997 (Gráfico 10).

Se observa, además, que después de una caída en los niveles de cubrimiento en el primer trimestre del año, las provisiones frente a la cartera vencida volvieron a recuperarse en el mes de junio con excepción de las CF (Gráfico 11).

Finalmente, aunque el indicador de cubrimiento no ha variado sustancialmente en los últimos años, sí puede existir un indicio de que las provisiones no han sido suficientes para compensar los niveles de morosidad: mientras el indicador de morosidad creció 7,4% en junio de 1999 comparado con junio de 1998, el de cobertura de las carteras de tipo C, D y E³ creció sólo cerca de 4% en el mismo período. En el Gráfico 12 se presentan los índices de cobertura por tipo de establecimiento.

3. Bienes en dación de pago

La imposibilidad de los agentes de cumplir con las obligaciones adquiridas con el sistema financiero llevó a la necesidad de entregar sus bienes en dación de pago a las entidades. Para el total de los establecimientos de crédito, en junio de 1999 éstos ascendieron a \$2,2 billones. El mayor crecimiento de estos bienes se registró a partir de 1997 y se pro-

³ Las carteras de tipo C, D y E están definidas como la suma de las carteras de crédito deficiente, de difícil cobro, e irrecuperable de cada una de las modalidades de préstamo.

Cuadro 1. PROVISIONES EN AMERICA LATINA^a
Provisiones sobre cartera vencida (%)

País	Dic-97	Jun-97	Dic-96	Dic-95	Dic-94	Dic-93	Dic-92
Argentina	-	55,7	56,9	54,2	56,9	56,2	-
Brazil	141,0	142,0	123,9	101,0	58,3	60,5	69,1
Chile	167,5 ^b	159,7	166,6	185,9	200,9	330,4	263,3
Colombia	39,2	41,4	42,0	45,0	37,6	29,9	33,1
México	61,2	57,0	113,3	72,5	48,2	42,8	48,4
Perú	90,6 ^b	82,0	83,6	91,5	75,6	55,2	55,9
Venezuela	-	121,7	123,4	95,2	78,5	47,8	49,6

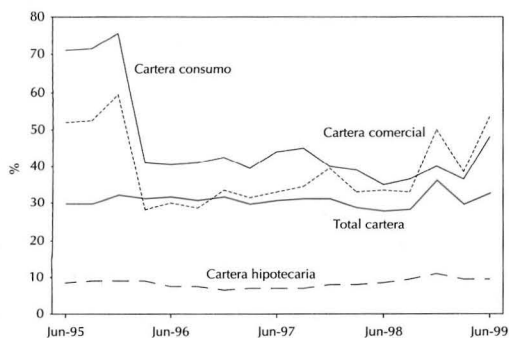
^a Los indicadores no son estrictamente comparables, pues cada país tiene metodologías diferentes. Sin embargo da una idea de la posición de Colombia.

^b Para junio de 1998 este indicador fue de 83,83%.

^c Para junio de 1998 este indicador fue de 154,12%.

Fuente: Asobancaria (1999).

Gráfico 10. CUBRIMIENTO DE LA CARTERA POR MODALIDAD

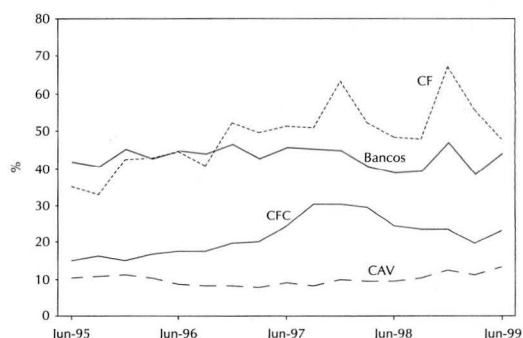


Cubrimiento de cartera = provisiones/cartera vencida.
 Fuente: Superintendencia Bancaria.

fundizó en 1998 cuando el aumento promedio del año fue de 18,19%. El mayor peso de estos bienes ha correspondido a los bancos y en menor medida ha afectado a las CAV y a las CF (Gráfico 13).

En consecuencia, los bienes recibidos en dación de pago han ganado participación en los activos totales de las entidades, desde niveles cercanos a 0% a mediados de la década, a 2,4% en junio pasado. Para el caso de las CF y de las CFC, el aumento de este indicador fue superior al promedio (Gráfico 14).

Gráfico 11. CUBRIMIENTO DE LA CARTERA POR ENTIDAD



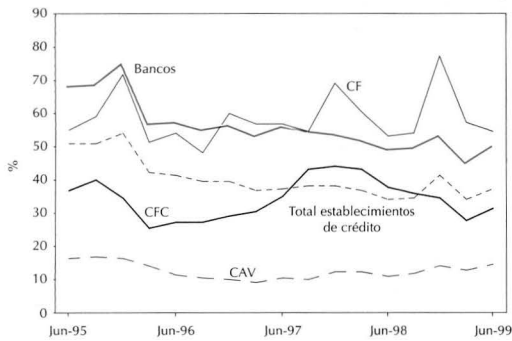
Cubrimiento de cartera = provisiones/cartera vencida.
 Fuente: Superintendencia Bancaria.

El aumento de los bienes en dación de pago implicó un mayor deterioro de los activos en la medida en que incrementó los activos improductivos y con ello el riesgo. Este deterioro es aún más fuerte si se considera la caída de los precios de finca raíz.

4. Evolución de la rentabilidad

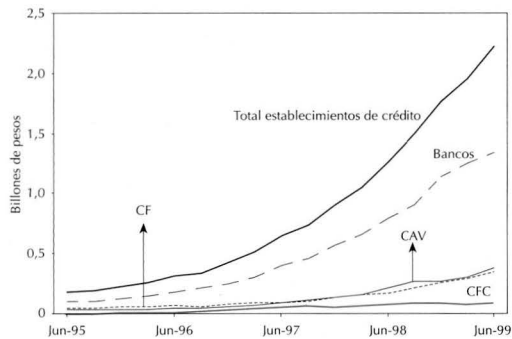
El elevado incremento de las provisiones y el descenso en el margen financiero, entre otros, condujeron a una caída de las utilidades del sistema. El

Gráfico 12. COBERTURA DE LA CARTETA C, D, E



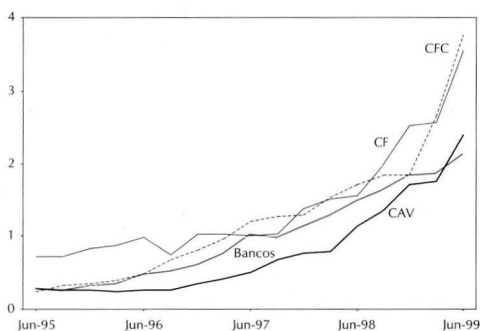
Cobertura de la cartera C, D, E = [(provisiones cartera comercial + consumo + hipotecaria)/(cartera improductiva + cartera vencida)]
Fuente: Superintendencia Bancaria.

Gráfico 13. BIENES RECIBIDOS RECIBIDOS EN DACIÓN DE PAGO



Fuente: Superintendencia Bancaria.

Gráfico 14. BIENES RECIBIDOS EN DACIÓN DE PAGO/ACTIVOS



Fuente: Superintendencia Bancaria.

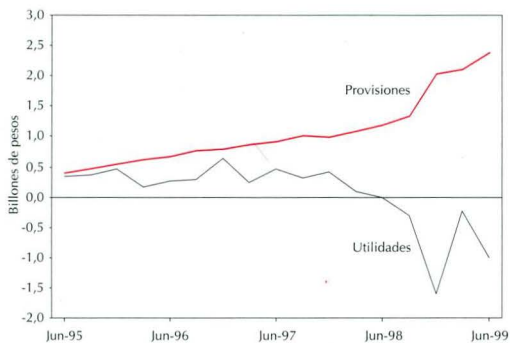
total de establecimientos de crédito mostró utilidades hasta el segundo trimestre de 1998 y de ahí en adelante registró pérdidas. Las pérdidas acumuladas en el diciembre de 1998 ascendieron a \$1,5 billones, las cuales se presentaron en especial en el último trimestre del año. Para el primer semestre de 1999 su valor ascendió a \$996 mil millones (Gráfico 15).

Los más perjudicados fueron los Bancos y las CAV, los cuales agrupan el 56,14% y 29,41% de las pérdidas, respectivamente. Dentro de los bancos, la banca pública arrojó el 55% del total de pérdidas y en especial las entidades que más perdieron fueron Caja de Crédito Agrario (5,9%) y el Banco del Estado (9,3%) (Gráfico 16).

Además de las provisiones, el descenso en el margen financiero también empeoró los resultados del ejercicio. La diferencia entre los ingresos financieros y los gastos financieros se redujo sustancialmente desde el segundo trimestre de 1998, pero la caída más dramática se presentó desde septiembre del mismo año. Esto muestra que los costos de intereses aumentaron más rápidamente que los ingresos. El aumento de los gastos por el pago de intereses respondió al incremento de las tasas de interés, mientras que los ingresos financieros crecieron más lentamente como consecuencia, entre otros aspectos, del descenso de la cartera productiva (Gráfico 17).

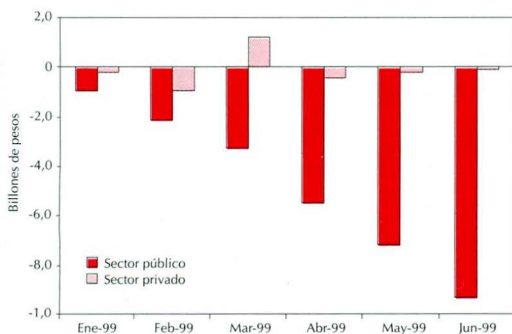
Finalmente, otro indicador que muestra el deterioro de los niveles de rentabilidad de las entidades, es la relación entre la utilidad y los activos (qué tantos rendimientos están generando los activos). Esta relación fue de 1% hasta 1997 y a partir de mediados de 1998 se volvió negativa alcanzando niveles de -1,3% en junio de 1999, es decir, los activos generaron pérdidas. Esta situación se originó en el elevado crecimiento de la cartera vencida y, en forma más general, de los activos improductivos (Gráfico 19).

Gráfico 15. PROVISIONES Y UTILIDADES



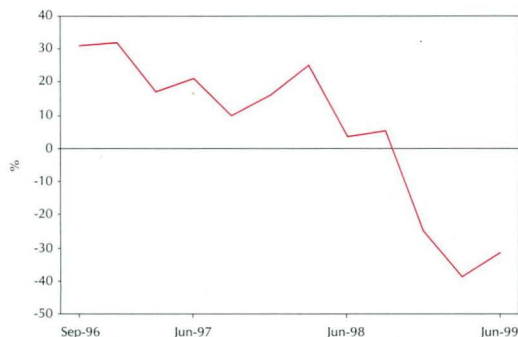
Fuente: Superintendencia Bancaria.

Gráfico 16. UTILIDADES (PÉRDIDAS) DEL SECTOR FINANCIERO PÚBLICO Y PRIVADO



Fuente: Superintendencia Bancaria.

Gráfico 17. MARGEN FINANCIERO (Crecimiento anual)



Margen financiero = ingresos financieros - costos financieros.

Fuentes: Superintendencia Bancaria.

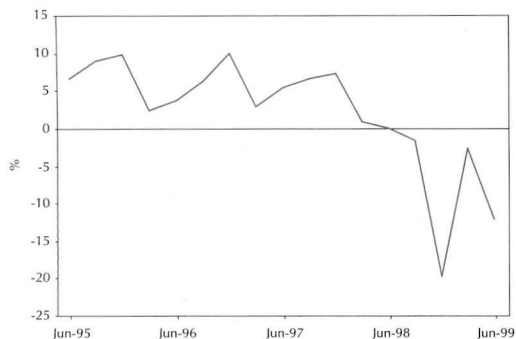
5. Evolución de la solidez patrimonial

La consecuencia directa de la evolución de las variables anteriores ha sido el deterioro patrimonial del sistema financiero. En primer lugar, la rentabilidad del patrimonio se ha visto severamente afectada: el indicador utilidad/patrimonio se redujo desde valores positivos a mediados de la década hasta 0% en junio de 1998. A partir de ahí, las pérdidas han reducido la posición patrimonial y en junio el indicador fue -12,1% (Gráfico 18).

El comportamiento de este indicador se determina por dos factores: la capacidad de generar activos con el patrimonio (activos/patrimonio) y la rentabilidad de los activos (utilidad/activos). Se observa que si bien el primero de éstos (de apalancamiento) ha aumentado en los últimos años (de niveles de 7% en 1995 a 9% en 1998) es decir generación de activos con el patrimonio ha crecido, la capacidad de generar utilidades de estos activos se ha reducido. El efecto de este último ha sido más fuerte que el mayor apalancamiento de las entidades, hasta el punto en que el patrimonio se ha visto seriamente afectado con las pérdidas derivadas del ejercicio de intermediación (Gráfico 19).

En segundo lugar, la capacidad patrimonial o el respaldo que tienen los establecimientos de crédito para responder por las deudas con sus acreedores, definida como el patrimonio técnico/activos ponderados por riesgo, muestra una desaceleración desde mediados de 1998, pero particularmente intensa a finales del presente año. Sin embargo, el comportamiento de este indicador ha diferido según el tipo de entidad. En primer lugar, las CFC han registrado un aumento desde noviembre de 1998, y alcanzaron en el mes de mayo un nivel superior al 16%. En segundo lugar las CF presentaron una caída desde el mismo mes, pero con una recuperación desde marzo (aunque aún con niveles inferior-

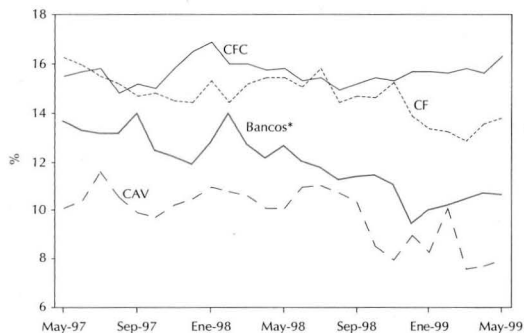
Gráfico 18. UTILIDAD/PATRIMONIO



Fuente: Superintendencia Bancaria.

res a los de 1997 y 1998). En tercer lugar, los bancos han mostrado una caída muy marcada en el indicador de solvencia desde principios de 1998 cuando éste era de 14%, y pasaron a cerca de 10% en mayo de 1999. No obstante, en el caso de los bancos, se observa desde diciembre de 1998 una ligera recuperación. Finalmente, el deterioro de la capacidad patrimonial para el caso de las CAV se inició con fuerza desde junio de 1998 y en mayo registró niveles inferiores a 8%. (Gráfico 20)

Gráfico 20. INDICADOR DE SOLVENCIA

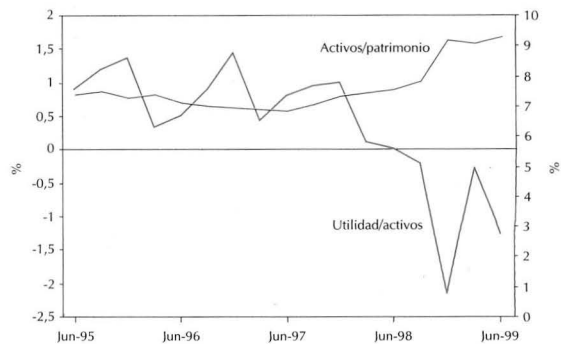


Capacidad patrimonial = patrimonio técnico/activos por nivel de riesgo.

* Información a mayo de 1999.

Fuente: Superintendencia Bancaria.

Gráfico 19. UTILIDAD/ACTIVOS Y ACTIVOS/PATRIMONIO



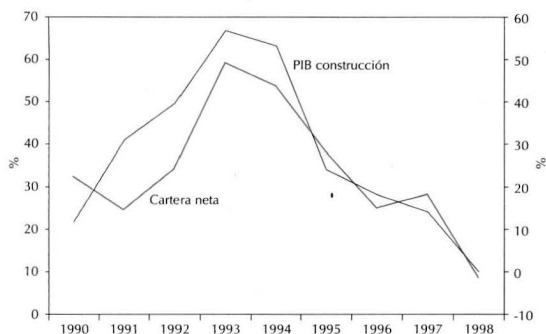
Fuente: Superintendencia Bancaria.

6. Comportamiento del crédito

La crisis del sector financiero se ha traducido también en una drástica reducción de los créditos. Como se mencionó antes, hay una correspondencia positiva entre el comportamiento de la cartera y el ciclo económico. Más específicamente, la cartera de crédito ha guardado una estrecha relación con el desempeño del sector de la construcción. Como se observa en el Gráfico 21, el *boom* de este sector coincidió con una expansión del crédito en el período 1991-1995, y posteriormente la recesión estuvo acompañada con una fuerte caída de la cartera neta en los años 1995-1998.

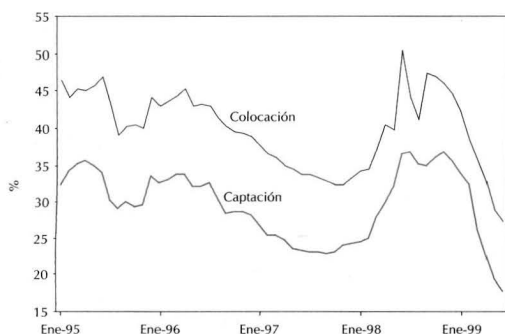
Sin embargo, lo que ha sucedido en el último año es que la cartera ha caído más intensamente que la misma actividad económica. Incluso, la cartera no ha reaccionado a las menores las tasas de interés. Esto se explica, en parte, porque si bien las tasas de interés nominales han caído (17 puntos desde diciembre de 1998 para las de captación) las reales han caído sólo 8,1 puntos y siguen siendo elevadas frente a 1990. Pero además, las tasas de captación han caído más rápidamente que las de colocación (créditos), lo cual evidencia que aún existen restricciones en la oferta de crédito (Gráficos 22 y 23).

Gráfico 21. CRECIMIENTO DE LA CARTERA NETA Y PIB-CONSTRUCCIÓN



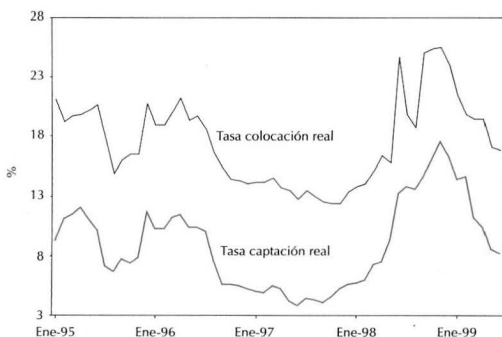
Fuente: Superintendencia Bancaria, Banco de la República con información de la Superintendencia Bancaria y Umacro-DNP, cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 22. TASAS DE INTERÉS NOMINALES



Fuente: Banco de la República, cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 23. TASAS DE INTERÉS REALES



Fuente: Banco de la República, cálculos de Fedesarrollo.

Algunos trabajos sugieren que el sector financiero podría estar presenciando un problema de "credit crunch", es decir una fuerte desaceleración de los créditos, donde los factores de oferta han jugado un papel importante. Según la literatura, existen varios factores que pueden explicar una caída en la oferta del crédito. En primer lugar, puede ocurrir una desintermediación financiera explicada por la mayor inversión en actividades más rentables; en segundo lugar, una regulación y supervisión más estrictas pueden conducir a actitudes más cuidadosas por parte de los intermediarios que se traducen en una menor oferta de recursos; y finalmente, el deterioro de los balances de las entidades puede implicar un recorte en el crédito.

Para el caso colombiano, ésta última explicación parece tener sentido: el incremento en las provisiones generado por la mayor cartera vencida ha deteriorado la capacidad patrimonial de las entidades. Y para cumplir con los requerimientos de la regulación en materia de posición patrimonial (o indicador de solvencia), los establecimientos han reducido el crédito. Esto se explica porque, ante las mayores provisiones, las opciones para mantener la mínima capacidad patrimonial requerida son un aumento del capital o una reducción de los activos de riesgo. Evidentemente, en las actuales circunstancias de la economía, la segunda opción ha sido más viable.

En síntesis, lo que algunos analistas han encontrado es que el deterioro de la situación de los balances de las entidades ha tenido una gran influencia en el otorgamiento del crédito⁴.

Las cifras sobre el crecimiento de la cartera neta (de provisiones) son bastante ilustrativas. Desde diciem-

⁴ Echeverry, J.C., y Salazar, N., mayo de 1999, "¿Hay un estancamiento de la oferta de crédito?", Archivos de Macroeconomía, número 118, DNP.

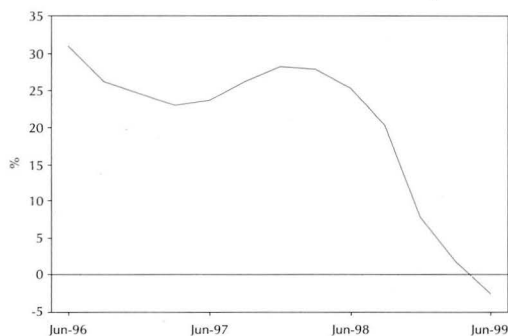
bre de 1997 las colocaciones han registrado una fuerte caída: mientras el crecimiento promedio entre junio de 1996 y diciembre de 1997 fue de 26,4%, en 1998 éste fue de 16,8%. La situación en 1999 ha sido aún más dramática, pues la cartera disminuyó en términos nominales 2,36% al finalizar el primer semestre del año (Gráfico 24). Los establecimientos de crédito que más disminuyeron colocaciones de crédito fueron las CAV y las CFC., las cuales pasaron de un crecimiento promedio de 26,8% en 1997 a 0,4% 1998 en las primeras, y de 10,3% a -5,1% en las segundas.

Como se argumentó atrás, esta drástica restricción en el crédito ha estado estrechamente relacionada con el aumento de la cartera vencida (que ha sido la causa fundamental del deterioro de los balances). Como se observa en el Gráfico 25, desde 1998, la relación entre las dos variables ha sido inversa (a diferencia del período previo), y la dramática caída del crédito ha estado asociada a la menor calidad de la cartera.

B. Medidas adoptadas por el gobierno

Para hacer frente a esta situación y para evitar un mayor desplome del sector financiero, el Gobierno

Gráfico 24. CARTERA NETA (Crecimiento anual nominal)



Fuente: Banco de la República, cálculos de Fedesarrollo.

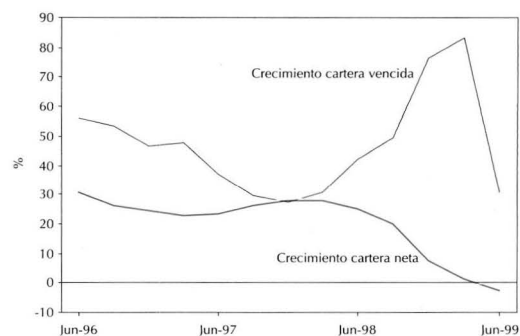
ha adoptado una serie de medidas tendientes a brindar apoyos tanto al sector público como al privado. En primer lugar, en el mes de noviembre de 1998 presentó un decreto de Emergencia Económica el cual fue considerado exequible por la Corte Constitucional el pasado mes de enero. Por otra parte, puesto que la Corte dejó por fuera los alivios de la Emergencia Económica relativos a los establecimientos de crédito privados, el Gobierno adoptó en el mes de mayo un paquete de medidas de salvamento que buscan capitalizar las entidades a través de créditos otorgados por Fogafin a los accionistas.

1. Emergencia económica

En el mes de enero la Corte Constitucional dio su fallo final sobre el Decreto 2330 de Emergencia Económica. Las medidas incluidas en dicha figura se concentran en tres grandes áreas: las Cooperativas, los deudores hipotecarios, y la banca pública.

En cuanto a las cooperativas, una de las principales medidas tuvo que ver con la compra de la cartera de aquellas entidades que han sido intervenidas o en proceso de liquidación, con el fin último de proteger a sus ahorradores. Frente a los deudores hipo-

Gráfico 25. CARTERA VENCIDA NETA (Crecimiento anual nominal)



Fuente: Banco de la República, cálculos de Fedesarrollo.

tecarios, se otorgaron alivios a los ahorradores que tienen dificultades para cubrir sus deudas. También se aprobaron las medidas encaminadas a capitalizar la banca oficial.

Se estableció además, que las medidas anteriores serían financiadas con la contribución del dos por mil sobre las operaciones bancarias e interbancarias que operaría durante todo el año de 1999⁵.

En el fallo de la Corte primaron criterios sociales y distributivos, y los beneficiarios directos fueron los ahorradores y deudores⁶. Pero la ampliación del 1,2 por 10.000 para las operaciones interbancarias⁷ a la tarifa general del 2 por 1000 tuvo repercusiones negativas para el sector financiero privado puesto que incrementó sustancialmente sus costos de intermediación.

2. Medidas de Salvamento a los establecimientos de crédito privados

Después de que el Gobierno hubiera establecido un paquete de apoyo para la capitalización de las entidades de crédito privadas del sector financiero (Resolución 004 del 18 de mayo), en el mes de junio modificó dichas medidas (Resolución 006 del 30 de junio). Esto se debió principalmente a las limitadas solicitudes para la línea de capitalización original por parte de las entidades, en buena parte por la falta de recursos propios de los accionistas para la capitalización.

⁵ En el Plan de Desarrollo se amplió el período del dos por mil pero para propósitos diferentes.

⁶ Como una medida complementaria para apoyar a los deudores, la Corte Constitucional, en respuesta a una demanda interpuesta el pasado mes de diciembre, dispuso que el UPAC estará atado a la inflación y no a la tasa de interés DTF.

⁷ Esta fue la tarifa establecida originalmente por el gobierno en el decreto de Emergencia Económica.

La Resolución 006 creó una línea de crédito blanda de Fogafin cuyo propósito principal es el de fortalecer patrimonialmente las entidades de crédito. Los préstamos son otorgados a los accionistas de las entidades y deberán ser utilizados exclusivamente para su capitalización. El requisito previo para su otorgamiento es que las entidades hayan saneado sus balances con el fin de reducir el patrimonio técnico de forma tal que refleje razonablemente su valor económico.

Un primer paso consiste en que las entidades deben provisionar los activos improductivos⁸ y amortizar otros activos⁹. En el caso en que éstas conduzcan el patrimonio técnico a un valor negativo, el accionista debe capitalizarlo y llevarlo a cero. Para esta segunda etapa, el accionista deberá pagar no menos del 50% del capital requerido en forma inmediata, para lo cual Fogafin diseñó un crédito "puente"¹⁰. El 50% restante podrá ser pagado dentro de los 12 meses siguientes siempre y cuando el accionista haya acordado con la Superintendencia Bancaria un plan de ajuste en el cual se indiquen expresamente las fuentes de pago que serán utilizadas para esta etapa de capitalización.

Una vez realizadas las provisiones y amortizaciones de los bienes improductivos, las entidades deberán

⁸ Las provisiones son las siguientes: los saldos no provisionados de la cartera vencida tipo C, D y E (con algunas excepciones), el 100% del costo ajustado en libros de los bienes entregados en leasing, el 100% de los saldos no provisionados de los bienes recibidos en dación de pago, los saldos no provisionados de las cuentas por cobrar en un porcentaje no inferior al 20% de las mismas, los saldos no provisionados de la cartera de tipo A y B.

⁹ Las amortizaciones son sobre el 100% de los créditos mercantiles, el saldo de la cuenta "Gastos anticipados-Otros" y el 50% de algunos cargos diferidos.

¹⁰ El crédito puente que tendrá una garantía establecida por Fogafin que en ningún caso será inferior al 133% del valor del crédito otorgado. Tendrá un plazo de seis meses y una tasa de interés equivalente al DTF más dos puntos.

castigar los activos y constituir un patrimonio autónomo cuyos beneficiarios serán los mismos accionistas de la entidad.

La tercera etapa consiste en llevar el patrimonio técnico de cero a aquel que alcance un nivel de solvencia de 10%. Para el 90% de los recursos requeridos para esta operación Fogafin otorgará un crédito subsidiado con un plazo de 3 a 7 años¹¹, cuya principal garantía son las acciones de la entidad capitalizada¹². Para el caso de todos los préstamos, Fogafin hará un desembolso a la entidad, y una vez registrada la capitalización contablemente, ésta deberá invertir en títulos de Fogafin por la misma cuantía.

El costo calculado por Fogafin para la tercera etapa, y bajo el supuesto de que todas las entidades que hoy en día presentan problemas se acojan a la medida de capitalización, oscila en \$2,5 billones. El costo adicional calculado para la segunda etapa (es decir prestar el 50% para llevar el patrimonio técnico a cero), oscila entre \$100 mil y \$150 mil millones. De acuerdo con información de Fogafin, la totalidad de los préstamos se hará con bonos emitidos por esta entidad, los cuales serán respaldados por los ingresos que reciba por los préstamos otorgados. En síntesis, en principio las medidas alteran el flujo

¹¹ Las condiciones de estos créditos son bastante blandas: un período de gracia de hasta un año de intereses y tres años de capital, intereses de DTF más dos puntos durante los tres primeros años y de DTF más tres puntos durante los últimos cuatro años.

¹² Por un monto no inferior al 133% del valor del crédito. Fogafin se asegurará, además, de que por lo menos el 78% de los derechos políticos del total de acciones en circulación sean inmediatamente transferidas a su favor en caso de incumplimiento del pago. Por otra parte, la Junta Directiva de Fogafin podrá autorizar la constitución de garantías adicionales. Además, mientras subsistan saldos de la deuda a su favor, los deudores estarán obligados a destinar la totalidad de las utilidades que genere la entidad al pago de la deuda. Finalmente, los recursos que genere el patrimonio autónomo deberán destinarse al pago de la deuda que los beneficiarios han adquirido con Fogafin.

de caja de Fogafin no afectan los egresos de la Nación.

Finalmente, los establecimientos deberán suscribir un convenio de desempeño con la Superintendencia Bancaria y con Fogafin en el cual se establecen, entre otros, compromisos y metas de gestión encaminados a consolidar económica y financieramente la entidad, la obligación de destinar los recursos de los flujos de fondos que se liberen (en razón a los préstamos otorgados) al desembolso de nuevos créditos y a la reestructuración de deudas, y la prohibición de destinar los fondos a préstamos a personas naturales vinculadas a la entidad.

A juicio de Fedesarrollo, un paquete de medidas de este estilo podría generar incentivos incorrectos. Los accionistas tienen poco que perder pues Fogafin otorga créditos para la casi totalidad de los recursos necesarios para el saneamiento. Esto propicia la existencia de riesgo moral y puede llevar a adoptar estrategias de intermediación extremadamente riesgosas. En estas circunstancias, se estaría haciendo un uso inadecuado de los recursos públicos, y la recuperación financiera podría resultar más costosa que la misma crisis.

También vale la pena insistir en que, el hecho de que las medidas alteran solamente el flujo de caja de Fogafin y no los egresos de la Nación, se cumple solamente cuando las entidades respondan adecuadamente con las obligaciones adquiridas. De no ser así, la Tesorería tendría que transferir recursos a Fogafin para respaldar los bonos emitidos. De hecho, el fallo en los pagos por parte de los accionistas es uno de los mayores peligros que tiene la medida (incentivos a no pagar, condiciones macroeconómicas adversas, entre otros).

Finalmente, otra debilidad de las medidas de salvamento tiene que ver con que la valoración de los activos improductivos por parte del Fogafin: la Reso-

lución no tiene en cuenta los precios del mercado, ya que establece que las entidades tendrán que castigar los activos como si éstos tuvieran un valor muy cercano a cero.

3. Medidas de salvamento a la banca pública y costos para la Nación

Se estima que las medidas de capitalización de la banca pública (entre las principales entidades están el BCH, la fusión del Banco del Estado y Uconal, la FES), tendrán un costo de aproximadamente de \$7 billones. La capitalización también se hará con bonos emitidos por Fogafin, pero éstos serán respaldados con recursos de la Nación contra vigencias futuras. Los bonos tendrán un plazo de 9 años, empezarán a rendir intereses a partir del año 2000, y en el 2001 el Gobierno Central iniciará el pago de capital, cada dos años, por un monto equivalente a \$713 mil millones por año. Por su parte, los intereses serán pagados cada año desde el 2000 hasta el 2009¹³.

Las medidas descritas tendrán un fuerte impacto negativo sobre el gasto del Gobierno Central en los próximos años. El Gobierno ha incluido estos gastos como "Préstamo Neto", pues considera que es un préstamo a Fogafin y en algún momento estos recursos serán devueltos al Gobierno Central. Esto va en línea con los anuncios del Gobierno en el sentido de privatizar en un futuro la banca pública.

A juicio de Fedesarrollo, y dado que aún no hay certeza sobre el avance de los procesos de privatización, consideramos que estas medidas pueden ser altamente perjudiciales para las finanzas públicas. Más aún, es probable que el monto total

¹³ El pago de intereses se hará en los siguientes montos en miles de millones cada año: \$158, \$615, \$492, \$492, \$369, \$369, \$246, \$246, \$123, \$91.

pueda incrementarse debido a que, dentro del actual proceso de salvamento a la banca privada, existe la probabilidad de que el Estado se convierta en propietario de nuevas entidades "buenas" y "malas".

II. EL FUTURO DEL SECTOR PETROLERO

El gobierno colombiano introdujo recientemente cambios a su política petrolera en un nuevo intento por devolver la competitividad internacional del contrato de asociación y evitar que el país pierda su autosuficiencia energética desde mediados de la próxima década.

Se trata de la cuarta reforma en menos de cinco años, las que a la luz de los indicadores fundamentales de la industria -sísmica, perforación de pozos, firma de nuevos contratos, entre otros-, no han tenido los resultados esperados en términos de nuevos descubrimientos de hidrocarburos.

Esta situación es más crítica aún si se tiene en cuenta que el sector de hidrocarburos ha adquirido una gran importancia en el comercio internacional del país, como fuente de ingresos fiscales para el gobierno central y las entidades territoriales, y por su incidencia en el Producto Interno Bruto. El año pasado aportó cerca del 4,5% del PIB, contribuyó con más del 20% a las exportaciones, atrajo inversión extranjera por unos US\$1.000 millones de dólares, y generó regalías por US\$200 millones de dólares, equivalentes a más de 9% del total de las transferencias territoriales¹⁴. Colombia tiene además un potencial de 37 billones de barriles en cuencas sedimentarias que en un 90% se encuentra sin explorar.

Desde finales de los años ochenta la actividad en exploración ha venido descendiendo. Después de

¹⁴ "Clima de Inversión para los sectores de Energía y Minas en Colombia". Presentación del Ministerio de Minas en el Foro Energético, Cartagena, abril 1999.

un período de importante actividad bajo los contratos denominados 50/50, la introducción de los contratos escalonados en 1989 tuvo consecuencias desastrosas (de cerca de 70 pozos explorados en 1990, se pasó a sólo 18 pozos en 1995).

Posteriormente, desde 1994 cuando se introdujo el Factor R, se han aprobado nuevos cambios en procura de mejorar la competitividad del sector de hidrocarburos e incentivar a los inversionistas privados para adelantar tareas de exploración y desarrollo en el territorio nacional. Sin embargo, en la búsqueda de capital de riesgo se ha caído en un clima de inestabilidad contractual responsable en buena parte de la indiferencia de los inversionistas que, en un ambiente de depresión internacional de precios, prefieren esperar a que las condiciones actuales sean mejoradas o buscar otros horizontes.

Es válido, en consecuencia, preguntarse sobre la profundidad y eficacia de los cambios. ¿Fue tan profunda la crisis del sector provocada por el contrato de distribución escalonada que ni siquiera las modificaciones anuales a partir de 1994 han logrado despertar nuevamente el interés de las empresas petroleras nacionales y extranjeras?, o bien, ¿han sido los cambios lo suficientemente profundos como para atraer inversión extranjera hacia un país que posee características hostiles para el inversionista extranjero y con un mercado internacional abrumado por la sobreoferta de crudo y los bajos precios?

Cualquiera que sea la respuesta a estos interrogantes, el hecho cierto y contundente es que el ritmo exploratorio continua siendo extremadamente bajo, que las reservas de hidrocarburos consumidas en los últimos cinco años no han sido repuestas, y que de no cambiar radicalmente las políticas del sector el país regresará a las condiciones del período 1976-1985, cuando debió gastar más de US\$4.300 millones de dólares de sus reservas internacionales en importaciones de crudo y derivados.

Algunos análisis sobre el sector sostienen que los precios del crudo influyen en las decisiones de inversión petrolera, pero en el caso colombiano, los términos de los contratos han sido determinantes. Por ejemplo, en los últimos 15 años no se observa una correlación clara entre los precios y la inversión: hasta 1984, el incremento de los precios internacionales incidió en una recuperación de la actividad exploratoria; durante el período 1985-1989 la inversión creció más que los precios internacionales debido a la actividad exploratoria en los campos de Cusiana-Cupiagua; posteriormente se dio una caída en la inversión bastante superior a la caída en los precios, la cual coincidió con la introducción de la producción escalonada que reducía sustancialmente la rentabilidad de los proyectos. A partir de 1994, a pesar de la introducción del Factor R en los contratos (que mejoraba la rentabilidad del inversionista privado) y del nuevo repunte de los precios internacionales, la inversión extranjera no reaccionó de manera acorde. En los años más recientes la caída de los precios ha venido acompañada de reducciones en la inversión.

Lo anterior sugiere que además de los precios internacionales y de los términos de los contratos, las decisiones de inversión son sensibles a otros elementos. En particular, en Colombia el clima de violencia e inseguridad y los cambios permanentes en las tasas impositivas han tenido efectos negativos. Sobre este último aspecto, es interesante resaltar que en el país ha habido ocho reformas tributarias en lo que va corrido de la década, con el agravante de que los niveles de las tarifas para el sector se han incrementado en forma permanente. Evidentemente, este elemento imprime un mayor grado de incertidumbre en las decisiones de inversión.

En períodos caracterizados por un entorno internacional más exigente y por caídas de los precios, es indispensable que los países modifiquen sus

condiciones fiscales y contractuales para atraer mayores niveles de inversión. En este sentido, las modificaciones recientes establecidas en el país que buscan mejorar la rentabilidad de los inversionistas son un importante esfuerzo del actual Gobierno y van en la dirección correcta.

El presente documento pretende examinar los últimos cambios aprobados por el Congreso de la República, el ministerio del Medio Ambiente y la Junta Directiva de Ecopetrol, y evaluar su impacto sobre la rentabilidad de los proyectos. Basado en un reciente estudio de Fedesarrollo, se examinará también el efecto de dichas medidas sobre la economía en los próximos diez años. Para el desarrollo de este análisis, se hará inicialmente un breve recuento de la política petrolera adoptada por el país en el pasado, y posteriormente se presentará de manera sintética las características recientes del entorno internacional.

A. Evolución de los esquemas contractuales en Colombia

La política petrolera implícita en los contratos de asociación se orienta más hacia objetivos de autoabastecimiento de corto plazo, que al establecimiento de una estrategia de largo plazo que responda al interés de la Nación. Esta orientación ha sido una constante desde 1974, cuando se crearon los primeros contratos de asociación y cuyos términos han sufrido repetidas modificaciones.

A mediados de la década de los setenta, se aprobó el primer esquema de asociación petrolera, conocido como 50/50, en el cual Ecopetrol y las compañías privadas participaban por mitades en la inversión y la producción, previo el pago a la Nación de regalías fijadas en 20%. Es decir, de la producción total solamente el 80% se distribuía entre las partes. Bajo este esquema fueron suscritos los contratos de

Caño-Limón y Cusiana-Cupiagua, los campos más grandes descubiertos hasta ahora en el país.

Este tipo de contratos de Asociación tenía grandes ventajas para la Nación, puesto que el riesgo de la inversión era asumido completamente por la compañía asociada. Ecopetrol sólo entraba a participar de la asociación cuando se comprobaba la existencia de un campo comercial. Este esquema, que era atractivo para el inversionista extranjero y que debería haber permitido la adición permanente de nuevas reservas en el país, sufrió cambios que desmejoraron su competitividad internacional y llevaron a un abrupto descenso de la actividad exploratoria.

El deseo del Gobierno colombiano por obtener una mayor proporción de la renta petrolera - en particular en campos de grandes magnitudes y de mayor rentabilidad -, lo llevó a introducir modificaciones en los términos del contrato de asociación 50/50.

En 1989 se diseñó una fórmula escalonada que le permitía al país ampliar su participación en los hidrocarburos producidos. En términos generales, este esquema arrancaba con una distribución 50/50 hasta que la producción acumulada del campo llegaba a 60 millones de barriles, a partir del cual se disparaba un escalonamiento que mejoraba la participación de Ecopetrol¹⁵ a costa de reducir la participación del asociado. Bajo esta modalidad fueron suscritos 18 contratos, entre ellos el de Piedemonte con British Petroleum y Samoré con Occidental de Colombia.

¹⁵ Una vez alcanzada una producción de 60 millones de barriles, la participación de Ecopetrol se incrementaba en 5% por cada 30 millones de barriles adicionales. Cuando la producción del campo llegaba a los 150 millones de barriles, la distribución quedaba en 70% para Ecopetrol y 30% para el asociado (Decreto 2782 de 1989).

Si bien el sistema escalonado incrementaba la participación de Ecopetrol en los campos grandes y reducía de manera importante la rentabilidad del asociado, hacía caso omiso de otras variables fundamentales de la actividad, como los costos de extracción del crudo, los precios internacionales y la proximidad de los campos a la infraestructura petrolera.

En respuesta a la dramática caída de la inversión petrolera, en 1994 el país mejoró las condiciones contractuales mediante la introducción de un nuevo esquema de distribución de los hidrocarburos producidos en función del Factor de Rentabilidad o Factor R, una relación entre los egresos y los ingresos de la compañía asociada. Los primeros 60 millones de barriles de la producción acumulada se distribuían 50/50, a partir de los cuales entraba en escena el Factor R que reducía lentamente el porcentaje correspondiente al asociado.

Posteriormente, en 1995 se modificó el sistema de reembolso a las inversiones de las asociadas en dólares reales y Ecopetrol procedió a reconocer el 50% de los gastos en la perforación de pozos secos y la sísmica¹⁶. De otra parte, se eliminó el impuesto de guerra para los nuevos descubrimientos y se abrió la posibilidad de prorrogar los contratos de asociación más allá de sus términos iniciales.

Adicionalmente, en ese mismo año se lanzaron los contratos de riesgo compartido aplicados a aquellas áreas con un menor riesgo relativo y mayores posibilidades de éxito en las actividades exploratorias. Ecopetrol y las compañías asociadas asumen por mitades los costos de exploración a cambio de una mayor participación de la compañía estatal en la producción.

¹⁶ Anteriormente, Ecopetrol reembolsaba únicamente los costos de exploración correspondientes a aquellos pozos donde había descubrimiento de crudo.

En suma, el Factor R mejoró nuevamente la rentabilidad del asociado frente al contrato de distribución escalonada, pero no superó y ni siquiera igualó a las condiciones del contrato 50/50. El país había dado pasos en la dirección correcta, pero no alcanzaba a competir con otras naciones petroleras por la inversión de riesgo que ofrecían las compañías privadas.

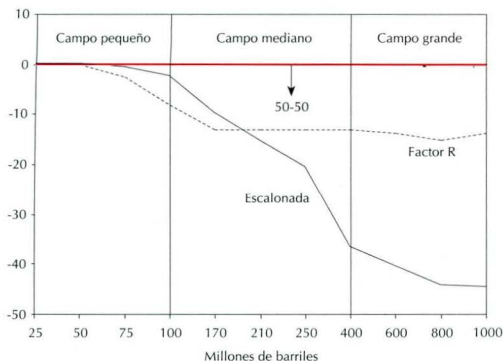
El Gráfico 26 permite apreciar que, de acuerdo con el tamaño de los campos, el esquema de participación "50/50" genera la mayor rentabilidad para el inversionista privado medida como la variación de la tasa interna de retorno. El contrato de producción escalonada reduce de manera importante la rentabilidad para las exploraciones en todos los campos, sin importar su tamaño. La introducción del Factor R mejora las condiciones frente al caso anterior en los campos medianos y grandes. Las actividades más perjudicadas con los cambios han sido sin duda las realizadas en los campos pequeños¹⁷.

En síntesis, la política adoptada por el país para el manejo de los recursos petroleros puede ser evaluada tanto desde la perspectiva de la competitividad internacional de los esquemas de contratación, como de los efectos sobre la inversión permanente en el sector. Ninguno de los dos casos refleja la bondad de la política adoptada.

Desde el punto de vista de la "calificación" internacional, Colombia no queda en la mejor posición:

¹⁷ Asociación Colombiana de Petróleo, (ACP), 1994, "Inversión Exploratoria: Colombia frente al mundo", Reporte Petrolero. Los datos corresponden a un modelo económico diseñado por la ACP mediante el cual miden la rentabilidad de los proyectos de acuerdo con las condiciones de los contratos. Los tamaños de los campos están definidos como: campos grandes con niveles de reservas entre 300 y 700 millones de barriles, campos medianos entre 100 y 300 millones y campos pequeños, entre 25 y 100 millones de barriles de reservas.

Gráfico 26. VARIACIÓN DE LA RENTABILIDAD (TIR) SEGÚN LOS TIPOS DE CONTRATO



Fuente: Asociación Colombiana de Petróleos, 1997.

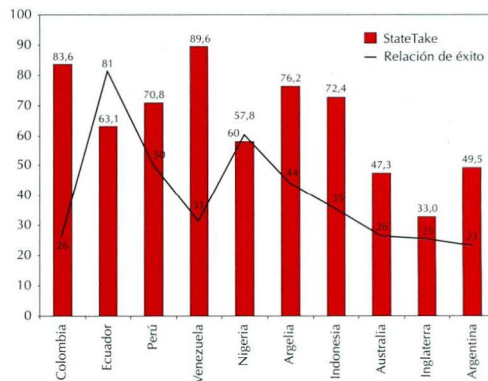
tiene uno de los "State Take" o renta del Estado más altos del mundo, con porcentajes que pueden superar el 83%¹⁸ frente a los demás países productores de petróleo. A esto se suma a la baja relación de éxito promedio del país en términos de descubrimientos¹⁹ (Gráfico 27).

En materia de inversión, la actividad exploratoria ha sido insuficiente e irregular: el comportamiento de los pozos A-3 (primeros pozos perforados) que son un buen indicador de la inversión y del capital de riesgo aportado, ha sido irregular, con picos altos que llevaron a los grandes descubrimientos y luego una clara tendencia decreciente a partir de

¹⁸ Petroconsultants, (U.K.) Ltd, 1997, Review of Petroleum Fiscal Regimes (Oil), Acreage, Laws & Tax. El concepto de "State Take", se refiere a la suma de todos los ingresos recibidos por el Estado como porcentaje de los flujos de ingresos netos del proyecto. A diferencia del "Government Take", no incluye los ingresos derivados de la participación del Gobierno en el proyecto. En el caso colombiano, donde existe dicha participación, el "State Take" es superior al "Government Take". En ausencia de participación estatal, las dos medidas son iguales.

¹⁹ De acuerdo con la ACP, el éxito se mide como la relación entre pozos explorados y descubrimiento de crudo. En Colombia, en promedio, de cada 5 pozos perforados, 4 son secos.

Gráfico 27. STATE TAKE Y RELACIÓN DE ÉXITO^a (Campos medianos)



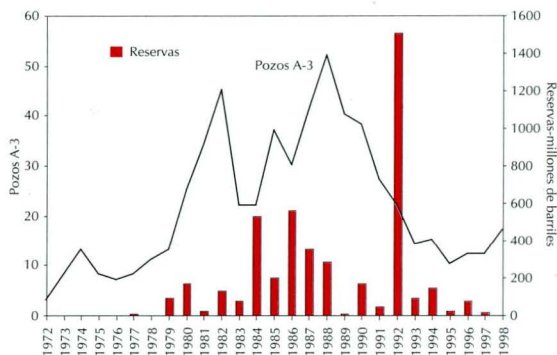
^a Relación de éxito: número de nuevos pozos descubiertos frente al número de pozos perforados.

Fuente: Petroconsultants, 1997.

1988. Como resultado, se ha observado que los aumentos importantes en las reservas han correspondido a descubrimientos esporádicos de grandes campos como es el caso de Caño-Limón y de Cusiana-Cupiagua (Gráfico 28).

La crítica reducción en los niveles de inversión y la necesidad de competir en un complejo entorno internacional, llevaron al Gobierno colombiano a

Gráfico 28. NUEVAS RESERVAS Y POZOS A-3



Fuente: Asociación Colombiana de Petroleros y Estadísticas de la Industria Petrolera de Ecopetrol.

plantear nuevos y profundos cambios en los esquemas de contratación que tienen que ver fundamentalmente con una flexibilización de las regalías, con la participación de Ecopetrol en los nuevos proyectos y con medidas fiscales complementarias. El detalle de este nuevo paquete, así como su incidencia sobre el desarrollo del sector, serán objeto de los siguientes capítulos.

B. Entorno internacional reciente

En los últimos 18 meses el entorno internacional estuvo caracterizado por el derrumbe histórico de los precios internacionales; una ola de fusiones de compañías multinacionales; acuerdos entre países productores de crudo para recortar los niveles de producción; y por los vientos de privatización y desregulación del sector en América Latina.

Los análisis coinciden en que el derrumbe de los precios tiene su explicación en una sobreoferta mundial de crudo que llegó a 3,7 millones de barriles diarios durante 1998. Adicionalmente, la crisis del Sudeste Asiático y un invierno más generoso el año pasado en el hemisferio norte provocaron una reducción de la demanda de crudo y sus derivados. En dos oportunidades durante 1998, los miembros de la Opep y algunas naciones no-Opep, acordaron reducir sus niveles de producción conjunta en más de dos millones de barriles diarios para tratar de elevar la cotización del crudo en las bolsas internacionales. Sin embargo, tanto el mercado como las estadísticas revelaron después un alto grado de incumplimiento de los acuerdos y por tanto la persistencia de una sobreoferta en el mercado.

En marzo de este año, cuando el precio bordeaba los US\$12 dólares por barril, nuevamente los países de la Opep y algunos no-Opep decidieron recortar la producción nuevamente en 2,1 millones de barriles diarios²⁰. La reacción del precio no se hizo es-

perar y en pocos días el WTI, crudo de referencia para América, subió a US\$15 dólares por barril. Después, cuando el mercado se percató de un nivel de cumplimiento en los recortes del 90%, la cotización subió a US\$18 dólares por barril.

Esta situación se registró paralelamente con una transfiguración del mapa empresarial petrolero. Las empresas más grandes del sector iniciaron una cadena de fusiones en un intento por mejorar sus economías de escala para compensar los bajos precios. Los anuncios de fusiones -Exxon-Mobil y BP-Amoco-, coincidieron con recortes en sus presupuestos de exploración, aplazamiento de proyectos y despido de personal.

En América Latina, mientras tanto, el sector de hidrocarburos se enfrentó a procesos de privatizaciones y desregulación en países necesitados de recursos internos y externos y urgidos por la necesidad de garantizar su autosuficiencia. De acuerdo con la Cepal, algunas naciones del continente privatizaron todo o parte de sus empresas estatales; introdujeron nuevas modalidades contractuales y modificaron su estructura tributaria en un intento por atraer la inversión extranjera. Los cambios recorrieron toda la cadena de la industria, desde la exploración y el desarrollo de los campos, hasta el transporte y la refinación de crudo²¹. Según este organismo, los rezagos nacionalistas cedieron ante la necesidad de atraer el capital de riesgo, con modificaciones que mejoraron la competitividad del sector en Argentina, San Salvador, Chile, Bolivia y Perú.

²⁰ Informe de Coyuntura Petrolera. Dirección de Planeación Corporativa de Ecopetrol. Año 2, marzo de 1998.

²¹ Reformas Petroleras en América Latina. Conferencia de Fernando Sánchez. Programa de especialización en Derecho Minero-Energético. Universidad Externado de Colombia.

C. Situación reciente

El gobierno aprobó en octubre de 1997 nuevos cambios a los contratos de asociación. Pero el mundo petrolero, iba más rápido que el país y una simple inspección a las variables del sector señala que los inversionistas privados no reaccionaron como se esperaba a las modificaciones aprobadas en esa fecha.

Obviamente, el descenso de los precios internacionales, la actividad guerrillera contra la industria, la excesiva tramitología ambiental y la carga tributaria, colocaron su grano de arena en el deterioro de la actividad en el país.

Entre los cambios de 1997, se destacan los mayores incentivos para los descubrimientos de gas; el reembolso a las compañías petroleras de los gastos de exploración en términos reales (dólares de los Estados Unidos); la aplicación del Factor R por campo; y la mayor participación de las compañías privadas en la inversión y la producción en campos descubiertos en áreas inactivas²².

Bajo ese nuevo esquema, Ecopetrol convocó en marzo de 1998 dos rondas para licitar 37 proyectos petroleros. Para la primera ronda, llevada a cabo en julio de ese mismo año, fueron precalificadas 51 compañías que tenían interés en los 18 negocios ofrecidos, pero al final sólo hubo ofertas para tres proyectos²³.

El ambiente no era el mejor, por lo que Ecopetrol decidió aplazar la ronda prevista para noviembre y

²² Una descripción detallada de los cambios contractuales se puede encontrar en Coyuntura Económica, diciembre de 1997, Fedesarrollo.

²³ "Plan para reactivar el sector petrolero". Documento Ecopetrol, 1998.

citó nuevamente para marzo de 1999. Un comunicado de la empresa dijo que 10 consorcios se presentaron para la licitación de campos menores, campos descubiertos y no desarrollados y los proyectos en áreas inactivas, pero nuevamente aplazó la licitación de proyectos en áreas activas y los ofrecidos bajo la modalidad de riesgo compartido.

De cualquier forma, es claro por el número de aspirantes y de adjudicaciones que no hay mayor interés por parte de los inversionistas privados y que éstos continúan mirando otros horizontes. Entre tanto, el sector continuó decayendo, la actividad exploratoria (pozos A3) en 1997 es la mínima desde 1994 y las reservas probadas del país siguen reduciéndose a un ritmo del 5% anual. En los últimos cinco años el país ha consumido más de 850 millones de barriles de crudo y sólo ha agregado a las reservas 14,1 millones (véase Gráfico 26).

Cifras oficiales señalan que en el período 1990-1993 se perforaron un promedio de 32 pozos cada año, mientras que para 1994-1998 la perforación cayó a 13 pozos anual promedio. Es claro que con este nivel de exploración no será posible incorporar nuevas reservas a las existentes para reponer lo consumido, ni mantener los niveles de producción que el país requiere en el mediano plazo.

D. Nuevas condiciones para el sector de hidrocarburos

La prioridad más importante del Ministerio de Minas y Energía (MME) y Ecopetrol en la actualidad es evitar que el país tenga que comprar el crudo que producen las compañías asociadas a partir del 2004 e importar la casi totalidad del crudo que la economía va a necesitar a partir del 2006.

Para cumplir con este objetivo y mantener los actuales niveles de producción, Ecopetrol fijó am-

biciosas metas para la primera década del nuevo siglo: invertir con participación privada US\$15.000 millones de dólares en exploración y desarrollo; perforar 650 pozos exploratorios; descubrir 5.700 millones de barriles de hidrocarburos; y alcanzar una producción del 1,2 millones de barriles diarios en el año 2010.

El MME hizo un estudio para determinar las variables que mayor incidencia tienen sobre la economía de los proyectos y concluyó que, en orden de impacto, éstas son las regalías, el porcentaje de participación de Ecopetrol en los nuevos proyectos del sector, y el plazo de depreciación de los activos. Sobre estas variables es que se tomaron las últimas decisiones.

1. Flexibilización de esquema de regalías

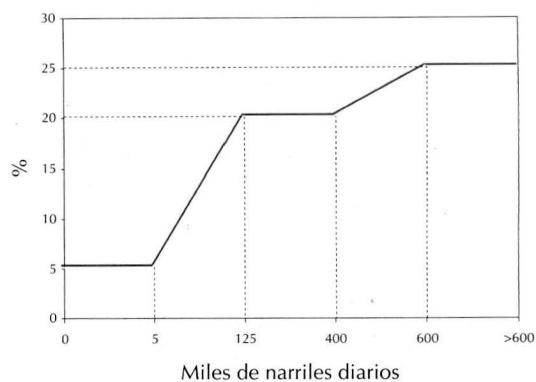
La legislación vigente hasta la aprobación de este nuevo esquema flexible fijaba una tasa fija de regalías del 20% sobre la producción de hidrocarburos. Las simulaciones hechas por el MME señalaban que una reducción de 10 puntos porcentuales en las regalías mejoraba en 5,2% la tasa interna de retorno de los inversionistas.

Apoyado en este análisis, el gobierno decidió flexibilizar el porcentaje de regalías e incluyó un nuevo esquema dentro del Plan de Desarrollo "Cambios para Construir la Paz 1999-2002", el cual fue aprobado por el Congreso el pasado seis de mayo. El esquema rige únicamente para los campos descubiertos a partir de la promulgación de la ley (Gráfico 29).

2. Porcentaje de participación de Ecopetrol

El contrato de adhesión determinaba que Ecopetrol debería participar con el 50% de la inversión de los proyectos y con el mismo porcentaje de la producción, después de regalías. Ese porcentaje se in-

Gráfico 31. NUEVO ESQUEMA DE REGALÍAS



Fuente: Ministerio de Minas y Energía.

crementaba de acuerdo con una escala que dispara el Factor R a partir de una producción acumulada de 60 millones de barriles²⁴.

La Junta Directiva de Ecopetrol aprobó a finales de julio un nuevo esquema en el cual Ecopetrol inicia su participación en los nuevos proyectos con un 30% tanto de las inversiones como en los hidrocarburos producidos. Una vez la producción acumulada del campo alcance los 60 millones de barriles, la distribución de la producción responderá a las variaciones del Factor R, de la siguiente manera:

Variación R	% de Ecopetrol	% del asociado
Hasta 60 Mbls	30%	70%
1,5 < R < 2,5	Entre 30 y 65%	70/ (R-05)
R > 2,5	65%	5%

Este esquema asegura el desarrollo de nuevos proyectos de hidrocarburos con una menor participación de Ecopetrol y por tanto una menor inversión, situación que es acorde con la situación financiera de la empresa.

²⁴ El Factor R, incrementa la participación de Ecopetrol en la producción cuando oscila entre 1 y 2.

Otra modificación importante tiene que ver con los niveles a partir de los cuales el Factor R comienza a actuar. Como puede observarse en la escala anterior, el asociado empieza obteniendo el 70% de la producción de los nuevos campos, después de regalías, hasta cuando el Factor R se ubica entre 1,5 y 2,5. En los contratos anteriores, el asociado arrancaba participando en el 50% de la producción, hasta cuando el Factor R oscilara en el rango de 1 y 2. La ampliación de este rango permite a la compañía asociada recuperar más rápido su inversión en los primeros años del proyecto, permitiendo que, una vez suceda esto, Ecopetrol empiece a capturar una mayor renta petrolera.

3. Cambios en el método de depreciación

La Reforma Tributaria de diciembre pasado incluyó un cambio en el sistema de depreciación de los activos. Anteriormente, ésta debía hacerse a lo largo de los 22 años que el contrato de asociación establece para la fase de producción de los campos. Ahora se aprobó un sistema de línea recta que le permite a las compañías acelerar la depreciación en un término de cinco años, gracias al cual logran un beneficio tributario importante y presentar mejores balances a partir del sexto año.

4. Licencias ambientales

Los excesivos trámites ambientales y la tardanza en la expedición de las licencias han sido desde siempre una de las quejas de las compañías privadas del sector de hidrocarburos (Cuadro 2).

En esta dirección, el Ministerio del Medio Ambiente expidió el pasado cuatro de mayo el decreto 788 de 1999, en el cual adopta normas importantes para el sector. Una de ellas eliminó la obligación de presentar el Estudio de Impacto Ambiental para trabajos de prospección sísmica, excepto en los casos que ella implique la construcción de vías.

En segundo lugar, el Ministerio eliminó la obligación de solicitar licencia ambiental para cada uno de los pozos de perforación y otras actividades menores de la industria. Ahora, con la creación de un Área de Interés para Perforación Exploratoria, una licencia única cubre todos los pozos que las compañías requieran dentro de esa área, así como la construcción de las localizaciones y vías de acceso, y las pruebas de producción y su transporte en carotanes y líneas de flujo.

Finalmente, el Ministerio autorizó a las empresas petroleras que actualmente operan en el país a aco-

Cuadro 2. PERÍODOS PARA LA EXPEDICIÓN DE LICENCIAS AMBIENTALES
Comparación regional - 1998

País	Estudio de impacto ambiental	Tiempo mínimo para la expedición de la licencia
Argentina	Perforación exploratoria y actividades de producción	6 meses
Brasil	Construcción de oleoductos y actividades de producción	6 meses
Colombia	Sísmica, perforación exploratoria y actividades de producción	9 meses
Ecuador	Para todas las actividades de exploración y producción	1 mes
Perú	Sísmica, perforación exploratoria y producción	3 meses
Venezuela	Sísmica, exploración y producción	6 meses

Fuente: Environmental Permitting of E&D Activities in Latinoamérica: A Comparative Perspective. Petroconsultans, 1998.

gerse a este nuevo esquema que, en opinión de las compañías privadas, constituye el paso más grande dado en esta área en los últimos años.

También el decreto 1122 de 1999, por medio del cual se dictaron normas para mejorar la eficiencia del Estado y reducir los trámites, se redujo el plazo que tienen las autoridades para la expedición de las licencias ambientales. Hasta ahora, la regulación no era clara en ese sentido y, por ejemplo, Occidental de Colombia lleva esperando poco más de cuatro años una respuesta del Ministerio del Medio Ambiente para el campo de Samoré, donde se estiman reservas de hidrocarburos por 1.400 millones de barriles.

Los problemas surgidos con la comunidad indígena U'wa han retardado el desarrollo de este proyecto. Ahora, el Estado debe tomar una decisión, sea negativa o positiva, pero debe acabar con la incertidumbre de las empresas y sobretodo aligerar los costos de un prolongado *stand-by*.

5. Seguridad y expropiación sin indemnización

Dos elementos más que hacen parte del entorno nacional petrolero y son, el clima de violencia que afecta directamente la industria y las facultades constitucionales del legislativo para expropiar bienes de nacionales y extranjeros sin el pago de indemnización por razones de equidad.

Por todos es conocido que la industria petrolera fue declarada objetivo militar por las organizaciones guerrilleras que operan en el país y que, como tal, esta ha sido blanco de una ola de ataques sin precedentes en el mundo. A la destrucción de la infraestructura de transportes, al derrame de crudo, la contaminación irreparable del medio ambiente y la pérdida de regalías, debe sumarse el daño que esos ataques provocan sobre la población civil²⁵.

Ahora que la administración del presidente Andrés Pastrana ha emprendido contactos de paz con las FARC, un nuevo ingrediente se ha agregado a la mezcla de incertidumbre. Uno de los temas de la negociación con esta agrupación guerrillera es justamente el de la explotación de los recursos naturales y más específicamente el petróleo. La discusión de este tópico puso en alerta no sólo a las empresas que actualmente operan en el país, sino a los potenciales inversionistas del sector.

El segundo aspecto, como ya se mencionó, tiene que ver con el artículo 58 de la Constitución. El Congreso de la República aprobó en el primer período de este año una reforma a ese artículo que permitía la expropiación sin indemnización y colocó al país a tono con tratados internacionales según los cuales "ninguna persona puede ser privada de sus bienes, excepto mediante el pago de indemnización justa, por razones de utilidad pública o de interés social en los casos y según las formas establecidas por la ley", como señala el Pacto de San José de Costa Rica, del cual el país hace parte.

E. Evaluación de las medidas

Las compañías privadas consideraron favorables las medidas aprobadas. Según el gremio que las representa, la Asociación Colombiana de Petróleos (ACP), el impacto más significativo sobre la economía de los proyectos proviene del efecto combinado de la flexibilización de las regalías y la reducción de la participación de Ecopetrol en los nuevos contratos.

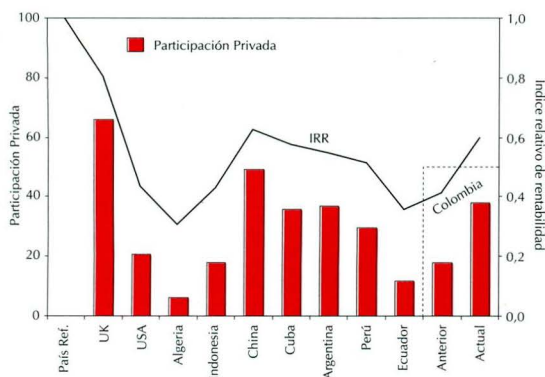
²⁵ El atentado contra el Oleoducto Central S.A. ocurrió el 18 de octubre de 1998 y causó la muerte a 73 personas y heridas a otras 37. La propagación de la onda explosiva destruyó 64 casas, parte de la infraestructura de servicios públicos, el puente sobre el río Pocuné, generó la muerte de animales domésticos y la devastación de áreas de cultivo.

En su concepto, la modificación del sistema de depreciación es un paso adelante, pero una reducción en el número de años no tiene un gran impacto sobre la rentabilidad de los proyectos. El nuevo sistema de regalías, analizado individualmente, es bueno, pero no es óptimo en la medida que castiga a los campos grandes que quedarán gravadas con el 25%. Sin embargo, se reconoce que la competitividad de los campos pequeños y medianos mejoró sustancialmente bajo este nuevo esquema.

El modelo económico utilizado por la ACP muestra que para campos con reservas de hasta 75 millones de barriles, el Índice Relativo de Rentabilidad, (IRR) del país era inferior en las condiciones anteriores a los de Perú, Argentina, Cuba, China, Indonesia, Estados Unidos y el Reino Unido, y sólo superaba al de Algeria y Ecuador. Introducidas las nuevas reformas, mejora significativamente la participación privada y el IRR para campos de hasta 75 millones de barriles. El IRR mejora en relación con el mismo grupo de países y solamente es superado por China y el Reino Unido (Gráfico 30).

Para el caso de los campos de hasta 1.500 millones de barriles descubiertos con las condiciones ante-

Gráfico 30. ÍNDICE RELATIVO DE RENTABILIDAD
Participación privada: campos 75 MB



Fuente: Petroconsultans, cálculos ACP.

riores en áreas inactivas, el IRR del país era inferior al de los demás países de la muestra. Sin embargo, incluyendo las reformas, la participación de la asociada se incrementa y el Índice mejora en relación con los términos anteriores y con la mayoría de países. Como se observa en el gráfico, el nuevo Índice sería similar al de los Estados Unidos y mejor con respecto a Algeria, Indonesia, China, Cuba y Ecuador. Sin embargo, los índices de rentabilidad del Reino Unido, Argentina y Perú estarían aún por encima del colombiano.

Comparando los dos campos, el de 75 millones y 1.500 millones de barriles, se tiene que el IRR desciende de 0,60 a 0,50 debido, según la ACP, al incremento de la tasa de regalías para campos grandes, que pasó después de la reforma de 20% a 25%. De todas formas, el Índice mejora respecto a la situación actual especialmente por la mayor participación de la empresa privada en el proyecto. (Gráfico 31).

F. Impacto sobre la economía

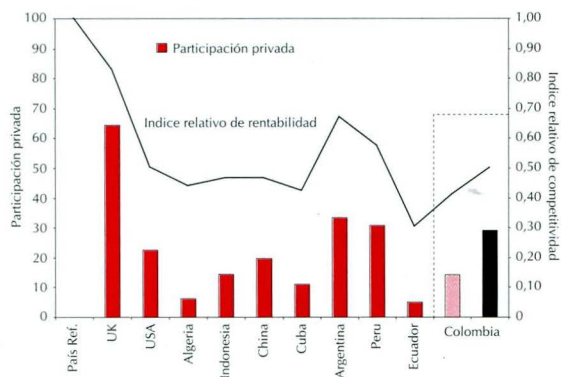
1. Proyecciones de Fedesarrollo

Fedesarrollo llevó a cabo recientemente un estudio²⁶ para determinar el impacto de las medidas aprobadas sobre el Producto Interno Bruto, la balanza de pagos, las cuentas fiscales y los sectores sociales. Para este propósito, construyó tres escenarios.

En el primero, (escenario bajo), se asumió que las autoridades no modifican los contratos de asociación. En el segundo, (escenario medio), se intro-

²⁶ Carrasquilla, A., Correa, R., Fainboim, I., Mora, H., "Efectos de Cambios en los Contratos de asociación Petroleros", abril de 1999, Fedesarrollo.

Gráfico 31. ÍNDICE RELATIVO DE RENTABILIDAD Reservas hasta 1.500 millones de barriles

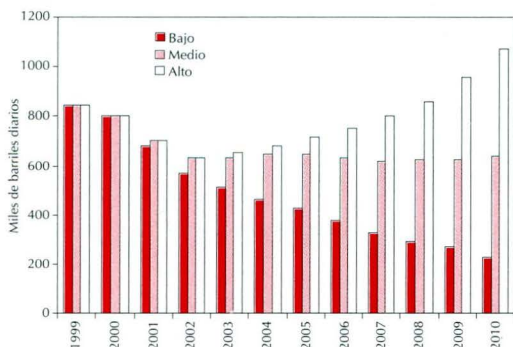


Fuente: Petroconsultants, cálculos ACP.

dujeron los cambios mencionados atrás, pero se supuso que las compañías petroleras no reaccionan demasiado en términos de nueva inversión. El tercer escenario (alto), igualmente incorporó las reformas, pero en éste las empresas privadas incrementarían sustancialmente la inversión en el sector.

Como se observa en el gráfico, la producción de petróleo del país se reduciría sin reformas, y con ellas se mantendría a niveles de 600 mil barriles

Gráfico 32. PRODUCCIÓN TOTAL DE PETRÓLEO Millones de barriles diarios



Fuente: Cifras: Ecopetrol; proyecciones: Fedesarrollo.

diarios o se incrementaría gradualmente si hubiera una reacción muy positiva por parte de los inversionistas (Gráfico 32)

En cualquier caso, la producción y las exportaciones de Ecopetrol descenderían permanentemente, y éstas últimas desaparecerían en el 2003 cuando su producción se destinaría a refinerías y la empresa estatal debería adquirir parte del crudo de las asociadas para cumplir con sus metas de abastecimiento nacional de combustibles.

2. Conclusiones del estudio

a. Efectos sobre el producto

Una comparación entre los escenarios mencionados revela que el sector de hidrocarburos podría aportar, gracias a los cambios en la política, 0,65 puntos del PIB por año en promedio. Esta cifra refleja el hecho de que, a pesar de que la nueva política es positiva, Colombia no es un país petrolero y el peso de este sector en la economía no es demasiado grande.

Como resultado de las medidas, además, el sector petrolero aportaría 15,3 puntos porcentuales al total de exportaciones del país y 13,8 a la inversión en el período de estudio (1999-2010), porcentajes que se explican por el mayor volumen de exportaciones y por los mayores montos de inversión requeridos para la construcción de infraestructura, acuerdos con niveles superiores de extracción.

Por otro lado, buena parte del crecimiento de PIB en la próxima década se explicaría por el dinamismo de los sectores de la minería y la construcción. El auge del sector de hidrocarburos propiciado por las nuevas medidas y la importante reacción de las petroleras, estimularía el crecimiento de la minería en 49,1% durante todo el período, contra una disminución del 21,1% si éstas no se hubiesen adop-

tado. Igualmente, el sector de la construcción crecería 43%, frente a 36,7% en el escenario bajo. La diferencia entre estos dos porcentajes no es elevada, pero su peso es significativo en el crecimiento del PIB.

Con estos resultados, es posible concluir que el impacto de la reforma en la política petrolera tiene efectos focalizados en el crecimiento económico y que su magnitud en el agregado no es despreciable (Cuadro 3).

b. Impacto sobre la balanza de pagos

Las proyecciones de las cuentas externas del país señalan que con la nueva política las exportaciones de crudo aportarían 41 puntos porcentuales al crecimiento de las exportaciones totales en la próxima década, es decir un 3,7% anual. Sin embargo, a pesar de que las mayores exportaciones de crudo contribuirían a cerrar el déficit comercial del país, no tendrían el mismo efecto sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Esto se explica porque, si bien el país exportaría más petróleo, las compañías multinacionales remiten el producto de las ventas a sus casas matrices ya que se trata de exportaciones no reembolsables. En segundo lugar, al remitir al exterior las utilidades generadas en el país, afectan la balanza de servicios. En consecuencia el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos no mostraría mejoría en

ninguno de los tres escenarios, e incluso en algunos casos empeoraría (Cuadro 4).

Como puede observarse, el déficit de la cuenta corriente sería equivalente al 6,3% como proporción del PIB en promedio para los próximos 10 años, en el escenario más alto.

La otra pregunta que se desprende del análisis de estos escenarios es: ¿va a ser suficiente la inversión extranjera en petróleo para financiar éstos déficits en cuenta corriente? La respuesta es no. Si bien en los escenarios con reformas mejorarían la cuenta de capital, los flujos no serían suficientes para cubrir el desequilibrio externo.

c. Efecto sobre las finanzas públicas

La evolución del sector petrolero afecta de manera importante las finanzas de la Nación y de las entidades territoriales. Para calcular su impacto e importancia relativa, se proyectaron las finanzas de Ecopetrol, luego las de la Nación y por último las de las entidades territoriales.

Los resultados de las proyecciones para Ecopetrol no muestran mayores diferencias en los tres escenarios: las finanzas de la entidad registran una leve mejoría entre el 2000 y el 2002 y luego un lento deterioro a partir del 2003. Sin embargo, en el escenario sin reformas hay una menor elasticidad de

Cuadro 3. VARIABLES DE LA ECONOMÍA
Proyecciones promedio 1999-2010

	Bajo (A)	Medio (B)	Alto ©	(A) – (C)	% anual
PIB	56,5	60,7	63,7	7,2	0,65
Minería	(-21,1)	13,8	49,1	70,2	6,38
Construcción	36,7	39,8	43	6,3	0,57

Fuente: Fedesarrollo (Proyecciones).

Cuadro 4. PRINCIPALES VARIABLES DE LA CUENTA CORRIENTE Promedio como % del PIB 1999-2010

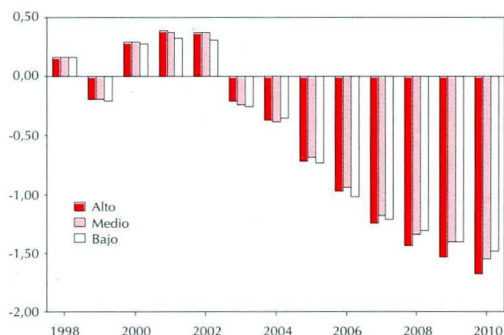
	Bajo	Medio	Alto
Exportaciones	13,6	14,1	14,5
Importaciones	14,7	14,7	14,9
Balanza Comercial	-1,1	-0,6	-0,4
Cuenta Corriente	-5,8	-5,9	-6,3

Fuente: Fedesarrollo (Proyecciones).

la inversión a la producción, es decir, con una inversión cayendo obtiene una caída de la producción menos rápida que con el escenario con reformas. En éste, la inversión también decrece pero la producción que le corresponde a Ecopetrol cae más rápido debido al esquema de distribución de 70/30 (Gráfico 33).

Los estimativos de largo plazo del Gobierno Central reflejan una recuperación de las finanzas entre 1999 y el 2002 (explicada principalmente por la reforma tributaria de 1998 y por la recuperación de la economía desde el 2000), pero muestran déficits crecientes a partir del 2003. Esto ocurre con y sin reformas petroleras. Sin embargo, éstas últimas re-

Gráfico 33. BALANCE FISCAL DE ECOPETROL 1999-2010 (% del PIB)



Fuente: Proyecciones de Fedesarrollo con base en cifras de Ecopetrol.

ducirían el déficit estimado en cada año, por ejemplo, en el año 2010 se pasaría de 7% a 6,1%. Esto indica que los beneficios de las reformas, aunque positivos, no alcanzan a compensar la fuerte dinámica esperada del gasto público especialmente en los rubros de transferencias y de intereses de la deuda.

Un resultado similar se observa en el caso de las entidades territoriales, donde las proyecciones muestran un deterioro lento pero sostenido de las finanzas en la próxima década. Este comportamiento obedece al crecimiento de la carga de la deuda y la poca elasticidad de algunos tributos, especialmente de los departamentales. Es claro que incluso hoy algunos departamentos y municipios se encuentran en situación de insolvencia y que difícilmente saldrán de ella en el corto plazo. En síntesis, el mayor ingreso por regalías y otros recursos derivados de las reformas en el sector petrolero, no son suficientes para contrarrestar las presiones deficitarias.

d. Efectos sobre la Inversión Social

El desempeño del sector petrolero afecta positivamente la inversión social a través de un incremento de los ingresos corrientes del gobierno central que se traducen en un mayor valor del situado fiscal y en mayores transferencias.

Los escenarios petroleros con y sin reformas determinan perfiles diferentes del comportamiento de las regalías, que son distribuidas a través del Fondo Nacional de Regalías y una parte de ellas se destina a la inversión social. Existen otros recursos para iguales fines, como las rentas cedidas por la Nación a los departamentos y los ingresos tributarios y no tributarios de las entidades territoriales.

La diferencia entre hacer cambios en la política petrolera y no hacerlos, es de 4,2 billones de pesos constantes de 1996 adicionales, que las entidades

territoriales podrían invertir en diferentes áreas sociales. Asumiendo que las entidades cumplen con los porcentajes de inversión establecidos por la ley para salud y educación, éstas tendrían recursos adicionales por 594 mil millones de pesos para salud, 1,1 billones de pesos para educación y 2,4 para otras inversiones (recreación, vivienda e infraestructura, entre otros).

Las proyecciones señalan que con los recursos de salud destinados a los llamados subsidios a la demanda, se podría financiar la afiliación de cerca de 400.000 personas cada año durante los próximos diez años. Más aún, en el evento en que los sobrantes de inversión que se registran especialmente en algunos departamentos se redistribuyeran y se corrigieran algunas inequidades derivadas de la ley 60, el número de afiliados por año al sistema de salud se elevaría a más de 660.000 personas promedio durante el período 1999-2010.

En suma, las reformas petroleras tienen una gran incidencia sobre la generación de recursos adicionales para la inversión de las entidades territoriales y, por tanto, en el logro de metas muy importantes en las áreas de salud y educación.

G. Conclusiones

Las autoridades petroleras han introducido cambios en los contratos de asociación cada 15 meses en promedio durante los últimos cinco años, los cuales, vistos a la luz de las variables fundamentales de la industria, no han logrado contrarrestar la tendencia recesiva del sector iniciado con las modificaciones de 1989.

En la búsqueda de capital de riesgo para el sector petrolero el país ha caído en un clima de inestabilidad contractual, lo cual, unido a la depresión internacional del precio, lleva a que los inversionistas

preferían esperar nuevos cambios o a buscar otros horizontes.

Los cambios hechos hasta 1997 no han logrado mejorar la competitividad de la industria, y han perdido su efectividad en un mundo donde países de condiciones similares han sido mucho más agresivos en la búsqueda de las inversiones para la exploración de hidrocarburos.

La reforma petrolera recientemente aprobada será fundamental para dar un giro a la tendencia que hoy tiene el sector. La flexibilización del esquema de regalías mejoró el índice relativo de competitividad, especialmente en los campos pequeños y medianos. Castigó a los campos grandes al establecer regalías del 25%. De todas formas, el efecto combinado de la flexibilización de las regalías y la reducción de la participación de Ecopetrol en los nuevos proyectos, mejoró la competitividad del país respecto a varios de los países de la región.

Según un reciente estudio de Fedesarrollo, el aporte del sector petrolero en el caso de una acogida importante por parte de los inversionistas a las últimas medidas aprobadas, no es un significativo en términos de PIB debido a que su peso en la economía no es muy grande. Se destaca, eso sí, un importante impulso a los sectores de la minería y la construcción.

En el mejor escenario, las mayores exportaciones de crudo no mejoran la situación de la balanza comercial, debido a que éstas corresponden a las compañías extranjeras y no son reembolsables. Las proyecciones de Fedesarrollo señalan que, en este escenario, se elevaría el déficit de la cuenta de servicios debido a la remesa de utilidades que las compañías afectan a sus casas matrices.

Los nuevos recursos que las últimas reformas contractuales pudieran generar a Ecopetrol no mejoran sin embargo su situación financiera. La pesada car-

ga convencional, incluidas las pensiones llevarán un deterioro gradual a lo largo de la década entrante. Tampoco los recursos derivados de las reformas servirán para mejorar la situación de las finanzas públicas de la Nación, debido al peso creciente que en ellas tendrán las transferencias, el costo de la deuda y los mayores gastos esperados. Una situación similar se presentará en los entes territoriales, algunos de los cuales se encuentran desde ahora en condiciones de insolvencia.

El impacto más importante de los cambios en los contratos petroleros de asociación es en el sector social. Las proyecciones señalan que en el mejor escenario, la Nación y los entes territoriales tendrían 4,2 billones de pesos constantes adicionales (1996=100) en la próxima década y que si se utilizara el porcentaje establecido para el sector de la salud, más de 660.000 colombianos podrían ser incorporados al régimen actual, fuera del cumplimiento de metas en otras áreas sociales.

Informes de investigación

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.

Hacia la devaluación real, adios bandas cambiarias

Juan José Echavarría S.¹

"Las devaluaciones son como las visitas al dentista: temidas, se aplazan indebidamente, duelen, y frecuentemente mejoran al paciente" Fischer (1988) p.108.

I. TASA DE CAMBIO, UN TEMA COMPLEJO

El debate sobre la tasa de cambio y los regímenes cambiarios es ciertamente complejo, y ha creado profundas divisiones entre economistas de reconocida reputación. Algunos abogan por devaluaciones sustanciales y regímenes cambiarios relativamente flexibles; otros proponen elevar las tasas de interés domésticas y apretar el cinturón antes que devaluar; y otros, finalmente, consideran que llegó el momento de los controles de capital ante el fracaso de las demás políticas. Stanley Fischer afirmaba en una conferencia reciente "si el tema fuese menos complejo los economistas ya tendríamos las respuestas". La discusión se ha vuelto aún más difícil en los

últimos años, cuando la cuenta de capitales (y no la cuenta corriente) parece haber jugado el papel predominante en la explicación de las crisis.

Existe tal incertidumbre sobre los costos y beneficios de los diferentes regímenes cambiarios, que el mismo Fondo Monetario Internacional aconseja a los países del Asia devaluar sustancialmente en 1997, presta millones de dólares a Brasil y a Rusia en 1998 para no devaluar, pondera frecuentemente el *currency board* de Hong Kong y Argentina, y elogia al mismo tiempo el modelo de flotación administrada de Singapur (*The Economist*, Enero 30 de 1999, "Global Finance Survey").

Lo que sí es claro, sin embargo, es que la mayoría de países han ido abandonando las bandas cambiarias que hoy tiene Colombia, pues las supuestas ventajas del sistema no se han materializado, y los costos resultan mayores a los beneficios. Las bandas no tienen las propiedades que mencionaban los modelos teóricos que impulsaron su adopción, invitan a la especulación, y no están hechas para acomodar los cambios sustanciales en precios re-

¹ Director Ejecutivo de Fedesarrollo. Este trabajo se benefició enormemente de la discusión permanente con Roberto Steiner, a raíz de nuestras posiciones encontradas en casi todas las áreas del documento. Agradezco los comentarios de Juan Carlos Jaramillo y María Angélica Arbeláez.

lativos que seguramente ocurrirán en los próximos años. El sistema de bandas fue útil para bajar la inflación en Colombia desde los niveles semiexplosivos que existían a comienzos de la década, pero la utilización del *ancla cambiaria* durante un período largo de tiempo conduce inevitablemente al desastre. La "banda saltarina" que se ha adoptado recientemente es la peor combinación imaginable.

Las bandas han tenido un desempeño mediocre y han ido perdiendo flexibilidad. Según un informe reciente de Goldman Sachs (mayo de 1998) todos y cada uno de los países que las adoptaron (Brasil, Chile, Colombia, Ecuador y Venezuela) tenían sus monedas sobrevaluadas en esa fecha, algo que no sucedía con Argentina, Perú y México que no tenían bandas². No es coincidencia, entonces, que tanto Brasil como Ecuador hayan abandonado las bandas y devaluado recientemente.

Parece mejor adoptar un régimen de *flotación administrada* en que la tasa de cambio siga al mercado, con intervenciones esporádicas cuando se aleje excesivamente de aquella considerada deseable por las autoridades monetarias. Un régimen donde, ojalá, los movimientos en la tasa de cambio ocurran de manera ordenada, sin que exista la acalorada discusión de hoy sobre el nivel "adecuado" y sobre regímenes cambiarios alternativos. Así sucedió con el régimen de *crawling peg* que existió en Colombia antes de 1991,³ un régimen que también podría ser preferible a la actual banda, como lo sugirió el profesor Guillermo Calvo en una conferencia reciente en la Universidad de los Andes.

² Citado por Edwards (1998).

³ Según Urrutia (1981) p.209, la mayoría de la gente perdió el interés en la tasa de cambio durante el período del *crawling peg* en Colombia. Esta es, por supuesto, una característica deseable de cualquier régimen cambiario.

Consideramos, por otra parte, que las autoridades monetarias desperdiciaron una oportunidad "única" para abandonar el esquema de bandas cuando la tasa de cambio se situó en la mitad de la banda durante todo el mes de marzo (debido posiblemente al impacto de la recesión sobre las importaciones). Los ataques de especuladores desde finales de Junio, cuando se movió nuevamente la banda, dificultan enormemente la adopción de una política coherente en este campo.

El ajuste podría demorarse indebidamente si se decide financiar (en lugar de ajustar) el desequilibrio existente, pero ello parece indeseable en las condiciones actuales: los índices de endeudamiento externo e interno son altos, y los shocks externos que discutiremos más adelante no parecen ser transitorios. El movimiento de la tasa de cambio también parece preferible a cualquier ajuste alternativo vía mayor protección arancelaria o para-arancelaria (Krugman, 1988).

La segunda parte del trabajo presenta visiones alternativas sobre los determinantes de la tasa de cambio real para explicar cómo llegamos al peor "descuaderner" en décadas en el frente externo (el mayor déficit de cuenta corriente entre los grandes países de América Latina) e interno (alto desempleo y la peor recesión en décadas). Las exitosas reformas de comienzos de los noventa y los "paranoicos" flujos de capital fueron parcialmente responsables, como se desprendería de una visión de equilibrio de la tasa de cambio, pero también lo fueron el gasto público desbordado y el manejo cambiario (se utilizó la tasa nominal como ancla durante un período de tiempo excesivo). La influencia de la tasa de cambio nominal y del déficit es necesariamente "temporal" pero el período de influencia puede ser considerable.

La sección tres presenta argumentos en favor de la mayor flexibilidad del régimen cambiario y de la

devaluación nominal (y real): la tasa de cambio actual no puede considerarse como "de equilibrio" cuando el déficit en cuenta corriente y el desempleo son los mayores en décadas; menos aún si se considera la reducción sustancial que desde 1996 ha tenido lugar en los flujos de capital hacia la región, y la caída prevista para el precio internacional de los *commodities*. ¿Si se revaluó durante la primera parte de los 90s debido al influjo de capitales y a los altos ingresos por petróleo, carbón y café, no existe espacio para elevar el tipo de cambio ahora que se presenta la situación contraria? Además, la devaluación real tendrá efectos sanos sobre las exportaciones menores, uno de los pilares fundamentales del actual Plan de Desarrollo, y también sobre las importaciones, la productividad y el empleo.

La Sección final utiliza los resultados de una encuesta a 194 firmas colombianas realizada en noviembre de 1998, y considera "manejable" el peligro de un *overshooting* jalonado por expectativas de devaluación "exageradas". También indica que en el corto plazo la devaluación podría implicar un castigo para las firmas, que oscila entre 0,6% y 7,2% del patrimonio para las diferentes categorías de firmas consideradas, pero las beneficia considerablemente en el mediano y largo plazo cuando caen las tasas de interés y se reactiva la economía. Nunca debe olvidarse, por supuesto, que la recesión (más que la devaluación) constituye el peor castigo sobre los balances de las firmas y sobre el sector financiero en general.

II. DIFERENTES VISIONES SOBRE LOS DETERMINANTES DE LA TASA DE CAMBIO REAL. EL CAMINO AL DESCALABRE

El déficit externo de Colombia es el mayor entre los países grandes de América Latina, la tasa de cambio real se revaluó año tras año entre 1990 y 1997, y el desempleo es rampante; las tasas de crecimiento recientes son las menores en décadas, y para 1999

se estima una contracción del producto interno bruto que oscila entre -0,5% y -1,5%⁴. ¿Qué relación existe entre este enorme desequilibrio y el régimen cambiario?

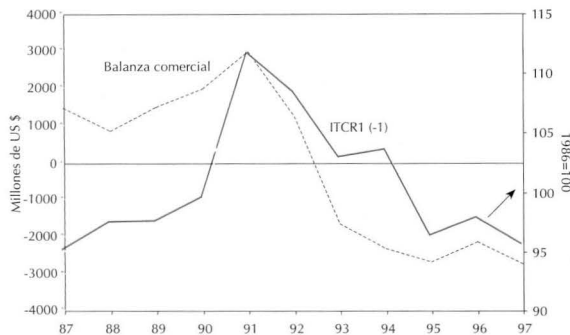
Para comenzar, y tal como se sugiere en el Gráfico 1, la cuenta corriente y la tasa de cambio real se movieron en forma relativamente similar en el período 1987-97, una relación que no se presenta necesariamente: una depreciación de la tasa de cambio producida por la expansión monetaria doméstica puede mejorar la cuenta corriente, mientras que aquella producida por una caída en la demanda mundial puede empeorarla (Obstfeld, 1995, p.150)⁵. Tanto la tasa de cambio real como la cuenta corriente "mejoraron" en Colombia entre 1987 y 1991 y cayeron abruptamente en los años posteriores.

Por qué se revaluó la tasa de cambio real más de 20% entre 1991 y 1997? En el resto de la sección utilizaremos el contraste entre las versiones "de equilibrio" y "de desequilibrio" planteadas por Dornbusch, et al. (1995). Como los autores, no daremos crédito alguno a la versión de "Wall Street" según la cual lo único que no puede hacerse en una economía es elevar los impuestos o devaluar, ni exploraremos la versión de que la revaluación se debió a

⁴ En Colombia solo han presentado caídas en el PIB anual en 1930 (-0,9%) y en 1931 (-1,6%). El crecimiento en 1998 fué 0,2%, con resultados insatisfactorios para la mayoría de sectores excepto el minero. Los pronósticos de crecimiento agregado en 1999 oscilan -0,5% y -1,5%.

⁵ Los resultados de Herrera (1997) p.125 no validan esta apreciación, sin embargo. Partiendo del enfoque inter-temporal de la balanza de pagos, con información para el período 1950-96, el autor encuentra que sólo el 11% del deterioro en la cuenta corriente entre 1990 y 1996 lo explica la revaluación de la tasa de cambio. Los factores centrales del deterioro fueron el gasto público excesivo (45%), al aumento de la inversión en el sector privado (36%) y a la caída del PIB (8%). Sin embargo, el R² obtenido es relativamente bajo (0,75). La discusión continúa, y el mismo autor cita otros trabajos que no validan el modelo inter-temporal para Colombia.

Gráfico 1. TASA DE CAMBIO REAL Y CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS



Fuente: Banco de la República.

la influencia de políticas económicas "increíbles" (no creíbles)⁶.

A. La visión "clásica": la revaluación como "premio" a las reformas

Para la visión "clásica" de la tasa de cambio la revaluación ocurrida durante los noventa fue producida por los flujos de capital que llegaron a América Latina y a Colombia. Parte de estos flujos se debieron a factores eminentemente irracionales⁷, pero además jugaron un papel la caída en las tasas de interés en los Estados Unidos, y el reconocimiento a la solidez y profundidad de las reformas⁸. En esta visión, la revaluación de la tasa de cambio también obedeció al incremento del gasto privado intensivo en bienes durables comercializables: ¿cómo no in-

vertir o consumir bienes durables si el país va a crecer como fruto de la nueva política económica?

Las reformas adelantadas en Colombia en el período 1990-94 fueron ciertamente importantes, particularmente aquellas en el área comercial y de integración y, en menor medida, en las áreas laboral, financiera e impositiva⁹. De otra parte, los flujos brutos de capital hacia el país crecieron aún más que aquellos hacia América Latina: pasaron de representar el 0,8% del PIB en 1990 a 3,3% en 1994 (y a 4% en 1996)¹⁰. Finalmente, el gasto total (*absorción*) creció mucho más que la producción en el período, fundamentalmente ante el alto crecimiento de la inversión. Así, entre 1992 y 1997 se presentaron crecimientos de 49%, 86% y 144% en las relaciones entre el gasto gubernamental, el consumo, y la inversión, con el PIB. Además, la mayor expansión se presentó en la inversión en "maquinaria y equipo" y "equipo de transporte".

Las entradas de capital premiaron las reformas en América Latina, con efectos comunes en todos los países. Así, Edwards (1998, p.13) encuentra que la tasa de cambio real siguió un patrón relativamente similar, con devaluaciones sustanciales en los años posteriores a 1982, y con revaluaciones marcadas en los años noventa. La tendencia a la apreciación se ha "suavizado" recientemente en todos ellos. En siete de los ocho países analizados el autor encuentra una *causalidad granger* desde los flujos de capital hacia la tasa de cambio real¹¹.

⁶ Obstfeld (1995), Calvo & Végh (1994).

⁷ Edwards (1998, p.8), por ejemplo, se refiere al ciclo "casi paranoico" que caracterizó los flujos de capital hacia Latinoamérica entre 1975 y 1996.

⁸ Calvo, et al. (1995). Para Chile Larrain, et al. (1997) encuentra que los diferenciales de tasas de interés explican los flujos de corto plazo, pero no jugaron un papel en los flujos de largo plazo. Ver también Steiner (1995).

⁹ Lora & Barrera (1997) consideran, sin embargo, que las reformas colombianas fueron tímidas frente a otros países de América Latina.

¹⁰ La suma de entradas y salidas de inversión directa, de portafolio y de "otros" (base de datos del Banco Mundial).

¹¹ La influencia de los flujos de capital sobre la tasa de cambio real dependerá de la elasticidad intertemporal para la demanda agregada; y de la elasticidad ingreso de la demanda y oferta de bienes no transables.

La versión "de equilibrio" de la tasa de cambio es sumamente atractiva para el economista educado en los conceptos del equilibrio y de flexibilidad de precios y salarios, y es consistente con la idea, hoy difundida, según la cual la tasa de cambio real se determina en el mercado de activos- las reformas hacen que el país "valga" más.

La versión "de equilibrio" puede tener cierta validez durante los primeros años de las reformas, pero no puede explicar por qué, transcurridos unos años, el proceso se agota; el país deja de crecer, y los capitales internacionales se evaporan. La revaluación como premio a las reformas se citó ampliamente en Chile antes de la crisis de 1982, en México antes de 1995 y en Colombia a comienzos de la década; pero parece hoy claramente insuficiente.

B. La visión de "desequilibrio", déficits fiscales, el ancla cambiaria y las bandas

1. La Tasa de Cambio Nominal sí incide sobre la Tasa Real

Las variables nominales como la moneda, la tasa de cambio nominal, o el gasto fiscal global no juegan papel alguno en la determinación de los precios relativos en la visión "clásica", y simplemente producen mayor inflación. En este escenario de precios y salarios flexibles, donde existe perfecta movilidad de factores, la tasa de cambio real está determinada por *fundamentales* tales como los términos de intercambio, los flujos de capital, los aranceles y los controles de cambio, la *composición* del gasto público y el consumo (por ejemplo, entre artículos transables y no transables), el progreso tecnológico y la inversión.

La visión de "desequilibrio" considera, por el contrario, que existen rigideces importantes en precios y salarios, y/o que las políticas macroeconómicas

pueden ser "inconsistentes" (Edwards, 1989) y, por ello, que los cambios en la tasa de cambio nominal afectan de manera significativa y duradera la tasa de cambio real que requiere la economía para moverse hacia el equilibrio. La pregunta relevante es, entonces, si el ajuste se hace mediante movimientos en la tasa de cambio nominal, o mediante recesión (o inflación, Dornbusch, et al., 1995, p.251). El movimiento de la tasa de cambio facilita el ajuste (Krugman, 1995, p.20). Se otorga ahora prioridad a los mercados de bienes y de factores -trabajo principalmente- y no al mercado de activos como en la visión de equilibrio.

La evidencia internacional muestra que la tasa de cambio nominal sí incide de manera importante sobre la real, constituyendo la mejor prueba disponible que tienen hoy los economistas de que los precios y salarios se ajustan lentamente (Obstfeld, 1995, p.126). De hecho, son las rigideces en precios las que sirven de apoyo a la hipótesis de *overshooting*, según la cual las tasas de cambio son mucho más volátiles que los fundamentales¹², y las que explican las dificultades padecidas en la verificación empírica de la teoría de la paridad del poder adquisitivo (Froot & Rogoff, 1995).

Isard (1995, p.68) ilustra el enorme incremento en la volatilidad de la tasa de cambio real en los países desarrollados cuando comienza a fluctuar la tasa nominal una vez se abandona el régimen de tasa de cambio fija en 1973¹³. En términos más precisos, Frankel & Rose (1995, p.1693) afirman que "la es-

¹² Existen hipótesis alternativas, desarrolladas por Mussa para explicar el mismo fenómeno. Ver Obstfeld (1995).

¹³ Por supuesto, ello podría suceder en un escenario de precios flexibles en que predominan los shocks reales (y no los shocks monetarios) pero es difícil explicar por qué habrían de ampliarse los shocks reales precisamente en los períodos en que se permite la flexibilidad de la tasa de cambio nominal.

tabilización de la tasa de cambio nominal se ha visto reflejada en la estabilización correspondiente de la tasa de cambio real, sin que, sorprendentemente, haya requerido de una estabilización en los fundamentales¹⁴, y Edwards (1995, p.277) considera que "los efectos de la tasa de cambio nominal sobre la real pueden persistir en el mediano y largo plazo". En síntesis, la tasa nominal no incide sobre la real en el muy largo plazo, pero sí en el corto y mediano plazo, un período que puede durar varios años.

Dicha influencia aparece confirmada en un trabajo reciente de Borensztein y De Gregorio (1999). A partir del análisis de 41 episodios de devaluaciones sustanciales ocurridas entre 1970 y 1998, incluyendo las experiencias relativamente recientes de México, y de algunos países asiáticos, los autores concluyen que el 30% de la devaluación promedio se "evapora" en mayor inflación en los 3 meses siguientes, y "solo" el 60% en los próximos 2 años; aun al final del segundo año queda un 40% de la devaluación nominal que no se desvanece en inflación.

También encuentran los autores que el nivel de inflación posterior a la devaluación se ha reducido en la mayoría de los casos, excepto en los países de América Latina, quizá debido al alto nivel *inicial* de inflación en este último caso¹⁵. Los resultados son enteramente consistentes con los de Edwards & Santaella (1993) para cambios en tasas de cambio prefijadas (*pegged*) y con los de Goldfajn & Valdés

(1996) para experiencias con apreciaciones sustanciales.

Existe menos claridad para Colombia en este terreno. La tasa de cambio nominal y real también se mueven en forma cercana (Birchenall, 1999), pero los trabajos econométricos difieren en sus conclusiones. Así, mientras los trabajos de "primera generación" Echavarría & Gaviria (1992) o los más recientes de Ocampo & Gómez (1997) encuentran resultados relativamente consistentes con la evidencia internacional, la mayoría de estudios recientes llegan a conclusiones totalmente opuestas.

Arias & Misas (1998), por ejemplo, encuentran con un análisis de VAR estructural, que la devaluación se "evapora" muy rápidamente (4 o 5 meses, período menor que en los años previos a 1991), y otros trabajos menos sofisticados con regresiones simples, como los de Cárdenas (1997) y Calderón (1995), simplemente no incluyen la tasa de cambio nominal en sus regresiones.

No parece correcto eliminar la tasa de cambio nominal en las regresiones bajo el argumento discutible que "la teoría no lo aconseja" (Cárdenas, 1997, p.78-79)¹⁶, o que las variables no se encuentran co-

¹⁵ Quizá debido a que el nivel inicial de inflación era alto, y por ello se consideró que podría regresar nuevamente luego de la devaluación. Los autores también plantean la hipótesis según la cual la inflación era "artificialmente" baja antes de la devaluación, como sucedió en Chile antes de 1982.

¹⁶ El autor no incluye la tasa nominal en sus regresiones centrales "siguiendo la literatura reciente en la materia", aun cuando muestra al final del Capítulo y "de paso" que la tasa de cambio nominal es la variable más significativa en sus regresiones. En su esfuerzo para no incluir la tasa de cambio nominal pierde la significancia del efecto Balassa - Samuelson, relacionado con los cambios en productividad para los sectores transable y no transable, un efecto ampliamente documentado en la literatura empírica internacional. Ver De Gregorio, et al. (1994), y confirmado para Colombia en la mayoría de trabajos empíricos.

¹⁴ Frankel y Rose también encuentran las siguientes regularidades empíricas: a) tanto la tasa de cambio nominal como los *fundamentales* son no estacionarios, mientras que no es tan claro que la tasa de cambio real sea no estacionaria (tampoco es claro que sea estacionaria). B) la relación entre los fundamentales monetarios y la tasa de cambio nominal es muy débil en el corto plazo, aun cuando un poco mayor en el largo plazo. Sobre la relación entre la tasa de cambio nominal y real ver también Obstfeld (1995) p.126.

integradas. La ausencia de cointegración es solo válida para algunos subperíodos en el largo plazo, y lo que está en juego es el impacto de mediano plazo.

Nuestra crítica a los trabajos anteriores es, sin embargo, de carácter más general. En primer lugar, sus conclusiones contrastan con la de buena parte de la literatura empírica internacional; en segundo lugar, dicho hallazgo implicaría flexibilidad perfecta de precios y salarios, y/o completa indexación, y ambos supuestos parecen irreales para el caso colombiano.

La hipótesis de perfecta flexibilidad cae por su propio peso, y la de perfecta indexación no puede explicar las enormes variaciones en algunos de los precios relativos más importantes de la economía (tasa de cambio real, tasa de interés real, salarios reales)¹⁷. Es posible que autores como Arias y Misas no estén perfectamente conscientes de lo que implicarían sus conclusiones: i) la devaluación se transmite en 4 meses a los precios de los bienes comercializables; ii) por algún mecanismo de indexación relativa, también se eleva en la misma proporción, y de manera casi inmediata, el precio de los bienes no comercializables. En otras palabras, en Colombia opera la ley del precio único en el muy corto plazo, una "ley" cuya validez ha sido casi imposible de verificar para los países desarrollados, aún en el largo plazo (Froot y Rogoff, 1995). Si la transmisión es débil para los bienes comercializables (Steiner & Botero, 1996) ¿no será aún más débil para los no comercializables y para los salarios, máxime en la recesión actual? Se requiere contar con nuevos trabajos que analicen directamente la transmisión

de los precios internacionales a los precios domésticos de bienes comercializables y no comercializables, y a los salarios (Murgasova, 1996).

2. El Déficit Fiscal y la Revaluación de la Tasa de Cambio

El Gráfico 2 utiliza la identidad entre ahorro e inversión para ilustrar la incidencia del déficit gubernamental sobre la cuenta corriente de la balanza de pagos en Colombia durante el período¹⁸. Sugiere que las variables fiscales han incidido notoriamente sobre la cuenta corriente, con más fuerza aún durante las últimas décadas, y que la incidencia de $(S_{priv} - I)$ ha sido decididamente menor. En efecto, mientras el coeficiente de correlación entre (Impuestos - Gastos) y la cuenta corriente es de 0,89 para 1975-98, es de 0,60 para $(S_{priv} - I)$. De paso, los resultados del Gráfico sugieren que en Colombia no se cumple la hipótesis ricardiana del ahorro (ver Herrera, 1997, p.91 para un tratamiento formal), como tampoco se cumple en los países desarrollados (Krugman, 1995, p.9).

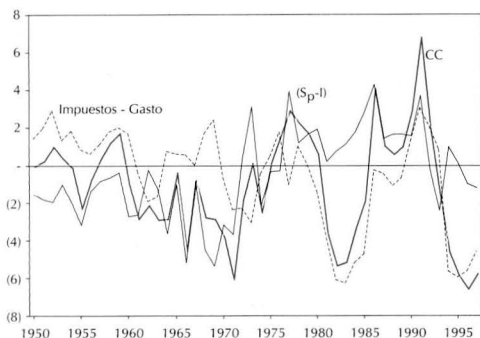
Por supuesto, el análisis basado en identidades es insuficiente, y es necesario considerar los canales a través de los cuales el déficit fiscal afecta el comportamiento de las firmas y los individuos y produce el déficit de la cuenta corriente. El canal considerado tradicionalmente es la tasa de cambio real.

Es claro, para comenzar, que ni el gasto público ni el déficit fiscal (los factores de demanda en general) afectan la tasa de cambio real en el largo plazo (i.e. capital y trabajo completamente móviles en la economía doméstica) cuando existe libre movilidad

¹⁷ Birchenall (1999) p.3 cita otros escenarios, con precios flexibles, bajo los cuales también se presentaría la influencia de la tasa de cambio nominal, relacionados con imperfecciones en la información, y con efectos de liquidez.

¹⁸ Formalmente: $X - M = (S_p - I) + S_g = (S_p - I) + (\text{Impuestos} - \text{Gasto Corriente})$, donde X y M corresponden a las exportaciones e importaciones de bienes y servicios; S_g es el ahorro del gobierno, Impuestos - Gasto; S_p el ahorro privado; I es la inversión total.

Gráfico 2. AHORRO, INVERSIÓN, Y CUENTA CORRIENTE



Fuente: Banco de la República.

internacional de capitales¹⁹. No obstante, la evidencia empírica disponible sugiere que no se cumplen estos supuestos en el corto y mediano plazo, y que las variables de demanda sí juegan un papel en un período que oscila entre 5 y 10 años.

Algunos autores suponen que el menor ahorro que producen el gasto y el déficit gubernamental eleva las tasas de interés domésticas, genera flujos de capital hacia el país, y revalúan la tasa de cambio (Krugman, 1995, pp.5-12). Alternativamente, suele suponerse que el gasto y el déficit gubernamental generan mayor demanda relativa por bienes no transables, y revalúan la tasa de cambio real. En ese planteamiento, el gasto corriente revalúa más la tasa de cambio real que la inversión pública, pues la inversión es intensiva en maquinaria importada, mientras el gasto lo es en salarios y en bienes no transables. Sabemos también que en una economía

en que hay perfecta movilidad de capitales el único efecto de la política fiscal *considerada permanente* es la revaluación de la tasa de cambio, pues no produce efecto expansionista alguno sobre la economía.

Los resultados derivados de la identidad entre ahorro e inversión son enteramente consistentes con los hallazgos de los trabajos econométricos (Calderón, 1995; Cárdenas, 1997). Cárdenas, por ejemplo, estima que si el gasto público se hubiese mantenido en los niveles de 1992 (13% del PIB), la tasa de cambio en 1998 habría sido 11% mayor para el índice ITCR1, 27% mayor para ITCR2, y aún más elevada para el índice ITC3²⁰.

Los resultados también son consistentes con la evidencia internacional. En un análisis de 87 episodios de crisis cambiarias entre 1954 y 1975 Edwards (1989) encuentra que éstas se encuentran claramente asociadas con grandes desequilibrios fiscales, un resultado que también aparece en la reciente crisis externa mexicana (Obstfeld, 1995, p.146).

3. El "ancla" cambiaria

La *tablita* adoptada por Chile, Argentina y Uruguay en 1978, que preanunciaba la tasa de cambio como instrumento deliberado para bajar la inflación, al mismo tiempo que se abría la cuenta de capital, constituyó un rotundo fracaso, y causó una enorme revaluación en la tasa de cambio real. De hecho, Carlos Díaz compara tales fracasos con el éxito relativo del *crawling peg* en Colombia y Brasil durante el mismo período (Díaz Alejandro, 1988, p.276).

También fracasó estruendosamente el *Pacto de Solidaridad* mexicano aplicado durante un largo

¹⁹ Ver Froot & Rogoff (1995) p.1678-1679. Más precisamente, cuando existe movilidad perfecta de capitales y el país no puede afectar la tasa de interés internacional (es pequeño), cuando el trabajo y el capital son perfectamente móviles entre sectores productivos en la economía doméstica, y cuando existen rendimientos constantes a escala en los factores móviles.

²⁰ Para una definición de los diferentes índices utilizados por el Banco de la República ver Cárdenas (1997).

período, en buena parte debido a que se utilizó la política cambiaria como ancla para bajar la inflación, en medio de una política Keynesiana de ingresos y salarios erróneamente mantenida durante un período excesivo de tiempo. Quién duda que la política cambiaria fue parcialmente responsable del tequilazo de 1995?²¹

La tasa de cambio también fue utilizada en Colombia como ancla cambiaria, y así se logró reducir sustancialmente la inflación durante los años noventa, en medio de un creciente gasto fiscal (ver abajo), de precios internacionales de *commodities* al alza, en un período en que el crédito doméstico creció a una tasa promedio superior al 40% anual (superior al 50% en 1993 y 1994) y en que los salarios subieron 50% en términos reales. La tasa de cambio fue la variable que asumió todo el peso de la reducción de la inflación, y el efecto obvio fue una revaluación real drástica en los años noventa.

4. Las bandas

A nivel internacional, la literatura empírica disponible revela que las bandas no han sido creíbles, y que las autoridades monetarias no solo han intervenido en los márgenes cuando la tasa se encuentra cerca al techo o al piso (Garber & Svensson, 1995, p.1890). Tampoco han resultado creíbles en Colombia y, a diferencia de lo que sugieren los modelos teóricos, los movimientos hacia el techo (y el piso) han convencido a los especuladores que va a haber devaluación adicional (y viceversa); han invitado a la especulación. La tasa de cambio ha estado en los

extremos períodos largos comparado con otros países (Galindo, 1998)²².

Galindo también encuentra que el sistema de bandas colombiano podría crear mayor volatilidad que la libre flotación, y que es responsable de tasas de interés más altas (5,25% del diferencial de tasas de interés doméstica e internacional). Por obvias razones, argumentamos acá que el sistema de bandas tampoco se acomoda a los cambios sustanciales en precios relativos que posiblemente observaremos en el próximo futuro.

III. MAYOR FLEXIBILIDAD Y LA DEVALUACIÓN REAL

El diagnóstico elaborado en la Sección anterior sobre las razones que condujeron al enorme desequilibrio actual responde también a la pregunta de qué hacer para cerrar la brecha externa y recuperar el crecimiento de mediano y largo plazo.

En primer lugar, es erróneo continuar utilizando el ancla cambiaria para bajar la inflación por debajo de los niveles moderados actuales, o no devaluar ante los crecientes déficits externos. La tasa de cambio es el precio relativo más importante de la economía, y su manipulación durante largos períodos produce efectos desastrosos. Una de las lecciones que Obstfeld (1995, p.171) deriva, en su revisión de las experiencias de manejo cambiario en los países en vías de desarrollo, es que los países que han estabilizado en forma exitosa se han movido pronto hacia la flexibilidad sustancial en el manejo cambiario.

²¹ Edwards (1992) contrasta las características de las políticas seguidas en Chile y en México, y sugiere que la Tablita chilena ni siquiera incidió sobre la reducción de la inflación. La mexicana sí lo logró, pero con el enorme costo que conllevó la revaluación de la tasa de cambio.

²² Según el autor, la "visita" promedio de la tasa al techo ha durado 3,5 semanas, y la visita al piso 7 semanas. Los períodos son 1,4 y 3,5 semanas, respectivamente, en Francia; en Italia la visita al piso dura 2 semanas; en México la visita promedio al techo dura 2,5 semanas.

En segundo lugar, el gasto público "improductivo" castiga el crecimiento²³, y el gasto público global revalúa la tasa de cambio y deteriora la cuenta corriente. La revaluación es aún más fuerte cuando la expansión fiscal es percibida como permanente, en un escenario de movilidad internacional de capitales.

Es imperativo reducir el déficit. El gasto de consumo del gobierno creció 7 puntos del PIB entre 1990 y 1998, debido a los mayores gastos de nómina, intereses y transferencias; además, la proporción que corresponde a capital humano (educación y salud principalmente) creció entre 1990 y 1994 pero cayó posteriormente. El actual gobierno no ha hecho aún la tarea: ha recortado drásticamente la inversión pública, pero no ha tocado el "gasto improductivo". Es claro que los déficits se han percibido cada vez más como de carácter permanente.

Finalmente, se argumenta en esta sección que la tasa de cambio se encuentra por debajo de su nivel de equilibrio actual y futuro, y se requiere por ello un régimen de cambio más flexible que las bandas, que permita acomodar cambios sustanciales en precios relativos en el mediano plazo. De paso, la devaluación real ayudaría a lograr la meta de duplicar las exportaciones menores en 4 años. En síntesis, es importante impulsar más las exportaciones, la productividad y el crecimiento en momentos en que la inflación ya se encuentra en niveles "moderados".

A. La tasa de cambio de equilibrio hoy

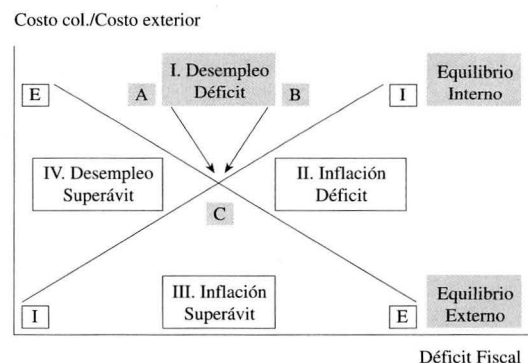
Un país donde la tasa de cambio se ha revaluado en forma continua durante 7 años, donde el déficit de cuenta corriente, como proporción del PIB, es el mayor de América Latina, donde la tasa de desem-

pleo se encuentra cerca del 20% (las mayores tasas de América Latina para Colombia y Argentina) y cuya producción caerá cerca de 1% en 1999 es un país con un enorme atraso cambiario.

La tasa de cambio real para algunos de los índices que produce el Banco de la República se encuentra cercana a la de 1986, un año tradicionalmente considerado en "equilibrio", pero esta comparación es irrelevante pues sabemos que la apertura de la economía requiere la devaluación real para mantener bajos niveles de desempleo. En otras palabras, aun si aceptáramos que 1986 constituyó un año en "equilibrio", la tasa de cambio después de la apertura de 1990-94 tiene que ser mucho más alta para dar empleo a los trabajadores expulsados por los sectores que innovaron como respuesta a la apertura (Dornbusch, et al., 1995, p.240).

El Gráfico 3, originalmente construido por Trevor Swan en 1955, resulta útil para ilustrar los dilemas de política en que se encuentra hoy el país. En el eje vertical aparecen los costos relativos de producción (el inverso de la tasa de cambio real), y en el eje horizontal el déficit fiscal. La línea II correspon-

Gráfico 3. DIAGRAMA DE SWAN (1995)
Zonas de insatisfacción



²³ Barro (1997).

de al equilibrio interno (tasa natural de desempleo) y tiene pendiente positiva; la línea EE corresponde al equilibrio externo y tiene pendiente negativa. El punto C corresponde al equilibrio externo e interno. Las dos líneas determinan los cuatro cuadrantes indicados en la Gráfica: I. Desempleo - Superavit Externo, II. Desempleo - Déficit Externo, III. Inflación - Déficit Externo; IV. Inflación - Superavit Externo. Colombia se encuentra hoy en el Cuadrante I, con elevados niveles de desempleo y déficit externo, y el movimiento hacia el equilibrio interno y externo (punto C) requiere devaluar la tasa de cambio nominal (y real, ver arriba). La recomendación en materia fiscal no resulta clara en el diagrama, pero los niveles actuales de déficit resultan insostenibles; ello sugiere que se requiere un movimiento desde B hacia C.

No coincidimos con quienes argumentan que la inflación continúa siendo el problema central (por lo que nos encontraríamos en el Cuadrante II). En primer lugar, por cuanto consideramos que la inflación ha perdido peso como problema frente al desempleo causado por la recesión actual. Tan importante como lo anterior, sin embargo, por cuanto las investigaciones internacionales sobre el tema indican que las inflaciones "moderadas" de 15%-20% no afectan negativamente el crecimiento²⁴. En otras palabras, no se han encontrado ganancias importantes de bajar la inflación desde niveles de 15%-20% a niveles inferiores a 5% (Krugman, 1995, p.33). Los costos de bajar la inflación durante la primera parte de los 90s podrían haberse justificado, y también tiene sentido continuar bajando la inflación como propósito de largo plazo, pero no

²⁴ Barro (1997, p.xii) encuentra que las hiperinflaciones sí afectan negativamente el crecimiento, pero no las inflaciones moderadas de 15% - 20%. Levine & Renelt (1993) no encuentran relación alguna entre inflación y crecimiento económico. Ver también Dornbusch & Fischer (1993).

son claros los beneficios netos de bajar la inflación a un dígito en el corto plazo cuando el país se encuentra en la peor recesión de su historia.

Además, las devaluaciones nominales (y reales) han constituido el instrumento central para salir de la recesión en Colombia. La recuperación (e industrialización posterior a 1929 fue el resultado de las devaluaciones nominales de 1933 y 1934 (Echavarría, 1989)²⁵. Las devaluaciones de 1949 y 1951 permitieron recuperar al país del estancamiento de la segunda parte de los cuarenta, y las devaluaciones "gota a gota" posteriores a 1967 llevaron a la experiencia de crecimiento más exitosa en la historia del país (McCarthy, 1985). Quién pone en duda, finalmente, el papel crucial que jugó la devaluación nominal y real en la recuperación posterior a 1985?²⁶ Relacionado con lo anterior, diferentes trabajos han documentado la influencia de la tasa de cambio sobre el empleo y la productividad en Colombia (Cárdenas, et al., 1995; Sánchez, et al. (1996).

De todas formas, si se decide incurrir en los costos de bajar aún más la inflación, debe hacerse con políticas monetarias y fiscales y no con el ancla cambiaria. La evidencia empírica indica que el determinante último de las presiones inflacionarias es la política fiscal y un estudio reciente del Fondo Monetario Internacional indica que los países con tipo de cambio flotante no tuvieron niveles de inflación mayores que aquellos con cambio rígido (citado por Edwards, 1998). De otra parte, los niveles de inflación en Europa han venido cayendo en forma dramática desde 1973 cuando se liberalizó el sis-

²⁵ Un planteamiento más general para distintos países de América Latina aparece en Díaz Alejandro (1984).

²⁶ La devaluación de 1962 constituyó un rotundo fracaso por no ir acompañada de políticas fiscales y monetarias restrictivas. Los salarios se elevaron mucho más que la tasa de cambio nominal en muy corto tiempo. Ver Díaz Alejandro (1976).

tema cambiario (luego de una aceleración durante los ochenta; Obstfeld, 1995).

La devaluación de la tasa de cambio no solo incide sobre el empleo en el corto plazo, generando demanda agregada (vía mayores exportaciones y menores importaciones), como lo sugiere el diagrama de Swan. Más relevante aun, eleva la tasa de crecimiento de la economía a través de su incidencia sobre el sector transable. La relación entre exportaciones y crecimiento económico constituye uno de los hallazgos empíricos más sólidos con que cuenta la profesión hoy día, y se da a través de diferentes canales: las exportaciones permiten la especialización según ventajas comparativas y aprovechar rendimientos a escala, disminuyen las actividades rentistas, y aceleran la innovación y el cambio técnico²⁷. Algunos de estos beneficios se encuentran en trabajos recientes destinados a medir el impacto productivo de las exportaciones en Colombia (Echavarría, Zuluaga y Zuleta, 1999). La elasticidad de las exportaciones e importaciones a la tasa de cambio real no es estadísticamente diferente a 1 (Echavarría, Correa y Gamboa, 1999).

B. La tasa de cambio de equilibrio futura

La tasa de cambio actual se encuentra rezagada con respecto a su nivel de equilibrio, pero también parece interesante especular sobre el nivel de equilibrio futuro, determinado en buena parte por la evolución de los flujos de capital y los términos de intercambio. Concluimos que será mucho más fácil devaluar en términos reales en la segunda parte de los noventa.

Los flujos anuales privados de capital hacia los países del tercer mundo se multiplicaron 60 veces

entre 1988 y 1996, lo que implica una tasa de crecimiento anual del 70%, pero cayeron a la mitad entre 1996 (US\$307 mil millones) y 1998 (US\$158 mil millones)²⁸. Los nuevos recursos no se dirigieron tanto hacia aquellos países con antecedentes sólidos en materia de crecimiento (los 4 tigres del Asia y China recibieron menos del 10%) pero hacia lugares con dudosos antecedentes, como Filipinas, Hungría, y varios países Latino Americanos, que adhirieron al consenso de Washington (Krugman, 1995, pp.38, 40). Se trató en buena parte de una insostenible "burbuja especulativa".

El Gráfico 4 presenta algunas características de las "destorcida" posterior a 1996, y los pronósticos del *Institute of International Finance* (1998) para 1998 y 1999. Se observa, en primer lugar, que los flujos privados dominan ampliamente los totales, con una participación promedio de 86% para el período completo; también se observa que la "destorcida" es mucho mayor para el sector privado que para el público (1996 fue un año excepcional pues se estancaron completamente los flujos oficiales).

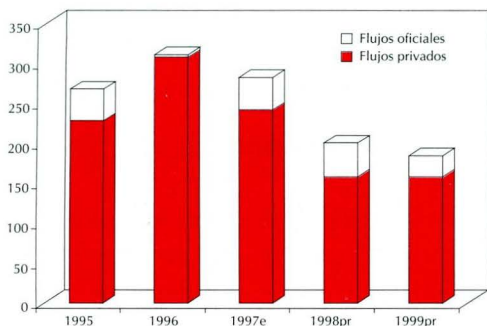
En las proyecciones originales hechas por el *Instituto* se consideraba que los flujos en 1999 se mantendrían a los niveles de 1998, y que la gran caída en la inversión privada ocurriría en el Asia, y no en América Latina, como reconocimiento a las reformas adelantadas en nuestro continente. Todo resultó un sueño, sin embargo, ante la gravedad de la crisis actual de América Latina. Tanto el *Fondo Monetario* como el *Banco Mundial* predicen que la recesión de 1998 se agudizará en América Latina durante 1999²⁹, en parte por que las cuentas fiscales de la

²⁷ Ver Echavarría (1998).

²⁸ *The Economist*, Enero 30 de 1999, "Global Finance Survey", p.4.

²⁹ Se estima que el PIB de Brazil, Argentina y Venezuela caerá cerca a 3% en 1999, y crecerá 2,5% en México, el país con mejor desempeño relativo.

Gráfico 4. FLUJOS DE CAPITAL HACIA LOS PAÍSES DEL TERCER MUNDO 1985-1999



Fuente: Institute of International Finance.

región se encuentran totalmente desajustadas, y no existe el campo para crear demanda vía gasto público con que cuenta hoy Asia. El crecimiento dependerá de la capacidad para generar exportaciones y atraer nuevos flujos de capital.

Como consecuencia de la crisis en producción, y a pesar de las noticias relativamente tranquilizantes provenientes de Brasil, se estima que la inversión extranjera directa hacia América Latina caerá 30% en 1999, siendo Brasil el país más afectado (*Wall Street Journal*, marzo 8, 1999). El Fondo Monetario estima que los flujos de capital hacia las economías emergentes en 1999 estarán por debajo de los de comienzos de los años noventa (*The Economist*, abril 24, 1999).

De otra parte, y debido parcialmente al estancamiento de la economía mundial, se proyectan precios bajos para los commodities durante los próximos años. Se estima, por ejemplo, que el precio del café se mantendrá cercano a 1,3 dólares/libra hasta el año 2001, y el del carbón a US \$ 13 dólares/tonelada. El petróleo se ha recuperado luego del reciente acuerdo en la OPEP, pero el comportamiento del precio futuro dependerá en buena medida del

respeto a los acuerdos de cuotas entre los países firmantes.

El punto central es que los flujos de capital hacia los países del tercer mundo se han estancado, a un nivel cercano a la mitad del de 1996, y los flujos hacia Latino América se comportarán posiblemente como el promedio de flujos hacia el tercer mundo luego de la crisis asiática. Además, se prevén caídas sustanciales en los precios de los *commodities*. Si el enorme crecimiento de los flujos de capital hacia la región y las altas exportaciones de café, petróleo y carbón revaluaron la tasa de cambio (entre otras razones, ver arriba), no se devaluará la tasa de cambio real en el escenario opuesto? El efecto de los cambios en los flujos de capital sobre la tasa de cambio real y sobre la cuenta corriente será aún mayor, por cuanto estos movimientos parecen de carácter transitorio y no permanente³⁰. Una posición menos fuerte diría que en la segunda parte de los noventa es mucho más fácil inducir revaluaciones reales que en la primera mitad, mediante cambios en los niveles de gasto y déficit y mediante devaluaciones nominales.

IV. EXPECTATIVAS Y EFECTOS DE LA DEVALUACION SOBRE EL PATRIMONIO DE LAS FIRMAS. UNA ENCUESTA A LOS EMPRESARIOS.

La flotación (aún si es administrada) infunde temores, ante el riesgo de un *overshooting* sustancial jalonado por expectativas adicionales de devaluación, y ante el posible impacto negativo sobre firmas altamente endeudadas en moneda extranjera. Los temores se han acrecentado luego del *overshooting* del "te-

³⁰ Los choques transitorios tendrán mayores efectos sobre la tasa real de cambio, por cuanto en este caso la cuenta corriente (ingreso menos absorción) se deteriora cuando disminuye el ingreso; Los choques permanentes sólo podrán tener un leve efecto sobre la cuenta corriente y la tasa de cambio: el ingreso disminuye, pero también el consumo y la inversión.

quilazo" mexicano, y tras las recientes experiencias de devaluación en Ecuador y Brasil³¹.

Sugerimos en esta Sección que ambos temores son relativamente infundados. A pesar de que el *overshooting* de la tasa de cambio ocurre aún bajo condiciones de expectativas enteramente racionales cuando los precios y salarios son relativamente rígidos (Dornbusch, 1976), no esperamos *overshootings* extremos producidos por expectativas desbordadas.

Con base en los resultados de una encuesta realizada a 194 firmas en noviembre de 1998³² se indica que los empresarios esperan una devaluación gradual y "razonable" durante los próximos 12 meses, y no se alarmarían excesivamente con la medida extrema de abandonar el sistema de bandas y devaluar 20%-25%; adicionalmente, se ilustra cómo la devaluación tendría un efecto positivo sustancial sobre los balances de las firmas si conlleva reducciones en las tasas de interés.

La relación negativa entre la tasa de cambio y la tasa de interés es un supuesto relativamente estándar para el mediano plazo (Krugman & Obstfeld, 1991, Capítulo 13; sobre el caso de Colombia ver Edwards,

1985), aún cuando poco sabemos sobre su relación en el corto plazo. Conocemos, eso sí, que en el corto plazo nada eleva tanto las tasas de interés como mantener la banda a ultranza contra cualquier ataque especulativo.

A. Expectativas y overshooting

El Cuadro 1 presenta los resultados de las 3 preguntas de la encuesta relacionadas con expectativas: i) Cuál es la devaluación esperada en los próximos 3 y 12 meses? ii) Se mantendrá la banda en los próximos seis meses? iii) Posibles reacciones ante un movimiento de 25 puntos en la banda (hacia arriba, adicionales a los 9 que tuvieron lugar en septiembre de 1998).

En esencia, los empresarios esperan una devaluación paulatina durante los próximos 12 meses (i.e. 1/4 del total en los primeros 3) hasta alcanzar valores anuales cercanos a 22%; ello implicaría una devaluación real de 7 puntos en caso de alcanzarse la meta de inflación de 15%. Además, los test estadísticos que adelantamos para diferencias de medias (a niveles de confianza de 1%, no reportados) no encuentran diferencias significativas por tamaño (grandes, medianas y pequeñas) o actividad (exporta o no). Los resultados no difieren marcadamente para la media y para la mediana.

Se mantendrá la banda durante los próximos 6 meses? Las respuestas aparecen divididas por mitades (49,2% afirmativo, 50,8% negativo), con diferencias significativas por tamaño más no por actividad. Las firmas grandes son mucho más "optimistas" sobre la posibilidad de mantener la banda; en el grupo inferior se encuentran las firmas pequeñas que no exportan (29,2%).

Cómo se comporta el empresario en el escenario extremo en el que se abandona el sistema de bandas

³¹ México anunció una devaluación de 19% en diciembre de 1994, y en menos de 1 mes la tasa de cambio se había elevado 100%. La experiencia Brasileña resultó mucho mejor a lo esperado, pero también se presentó un alto *overshooting* durante los primeros 2-3 meses.

³² Con un cubrimiento cercano a 20% para el agregado y para los sectores CIU de mayor peso en las ventas: 25% en el CIU 31 (Alimentos, Bebidas y Tabaco), 21% en el 35 (Químicos) y 19,1% en el 38 (Maquinaria y Equipo). Estos tres sectores dan cuenta de cerca del 75% de las ventas de manufacturas en Colombia. Las firmas encuestadas se reparten entre "grandes" (28% del total de firmas), medianas (37%) y pequeñas (34%), pero domina ampliamente el peso de las firmas grandes en ventas (86,5%) y en activos fijos (89,6%). Cerca del 70% de las firmas en cada categoría son exportadoras, y su peso en ventas y en activos fijos es aún mayor.

Cuadro 1. ENCUESTA A EMPRESARIOS: EXPECTATIVAS DE DEVALUACIÓN

	Grandes		Medianas		Pequeñas		Total
	Exporta	No exporta	Exporta	No exporta	Exporta	No exporta	
La devaluación (%) esperada en los próximos meses es:							
Media							
3 meses	5,5	4,5	7,1	6,9	5,4	6,7	6,2
12 meses	20,4	19,5	22,9	24,0	20,8	23,6	21,9
Mediana							
3 meses	5,2	4,3	5,3	5,6	5,0	6,5	5,2
12 meses	20,0	19,0	23,0	19,9	21,3	22,0	21,0
Se mantendrá la banda cambiaria durante los próximos 6 meses?							
Si	64,1	66,7	43,1	38,1	53,5	29,2	49,2
No	35,9	33,3	56,9	61,9	46,5	70,8	50,8
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Se desplaza la banda 25% más, qué esperaría usted?							
Ya se devaluó suficiente	52,6	86,7	58,8	57,1	54,8	54,2	58,1
Habría devaluaciones sustanciales en el futuro	47,4	13,3	41,2	42,9	45,2	45,8	41,9
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

* 194 firmas encuestadas, ver texto.

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo.

y la tasa de cambio se devalúa 25 puntos adicionales? Cerca del 58% de ellos piensa que ya se habría devaluado suficiente, sin diferencias significativas por tamaño o por actividad. No obstante, no es despreciable el número de empresarios que se "alarma" al abandonar la banda y devaluar en forma sustancial.

B. El efecto de una devaluación sobre las empresas

Las crisis recientes de balanza de pagos obedecen en buena parte al comportamiento de la cuenta de capitales (y no de la cuenta corriente), y se caracterizan por cuatro "vulnerabilidades": i) la disparidad de plazos entre activos y pasivos, pues las firmas prestan a corto plazo, y colocan sus activos a largo plazo); ii) la disparidad en las denominaciones, con activos en moneda local y pasivos en moneda extranjera); iii) riesgo de mercado resultante de poseer papeles sujetos a grandes oscilaciones; iv) riesgo país sujeto a efectos de contagio (Dornbusch, 1998). En esta sección ahondaremos en uno de los cuatro

aspectos anteriores, aquel que se relaciona con denominación de activos y pasivos.

En el Cuadro 2 se cuantifica el impacto de una devaluación sobre activos y pasivos: en particular, interesa analizar cuál sería el efecto de una devaluación de 20% (escenario 1)? y de una devaluación de 20% acompañada por una reducción de 20% (escenario 2) o de 10% (escenario 3) en la tasa de interés.

La devaluación ciertamente tendría un efecto negativo sobre el patrimonio de las firmas pues, en promedio, cerca del 20% de los pasivos se encuentra denominada en dólares³³. Generaría "pérdidas" promedio de 1% para la mediana (fluctúa entre 0% y 4,2% según el grupo) y de 4% para la media (fluctúa entre 0,6% y 7,2%) del patrimonio de las firmas. Se

³³ Siendo especialmente elevados para las firmas grandes, y aún más para las firmas grandes que exportan (32,3%).

Cuadro 2. ENCUESTA A EMPRESARIOS: EFECTOS DE UNA DEVALUACIÓN SOBRE EL BALANCE

	Grandes		Medianas		Pequeñas		Total
	Exporta	No exporta	Exporta	No exporta	Exporta	No exporta	
Efectos de una devaluación cum menores tasas de interés sobre el patrimonio (%)*							
Promedio aritmético simple							
de=20%	-0,072	-0,048	-0,046	-0,030	-0,031	-0,006	-0,042
de=20%; dr=-20%	0,032	0,020	0,049	0,041	0,088	0,067	0,051
de=20%; dr=-10%	-0,020	-0,014	0,001	-0,006	0,029	0,030	0,005
Medianas							
de=20%	-0,042	-0,015	-0,021	-0,009	0,000	0,000	-0,011
de=20%; dr=-20%	0,027	0,005	0,018	0,001	0,041	0,048	0,027
de=20%; dr=-10%	-0,012	0,001	0,000	0,000	0,014	0,015	0,001
Composición de activos y pasivos							
% de activos en pesos que generan intereses	5,5	5,8	10,0	8,5	13,5	10,7	9,4
% de activos en pesos otros	92,6	91,3	85,1	90,7	82,6	89,3	87,7
% de activos en moneda extranjera que generan intereses	0,9	1,4	2,4	0,4	1,9	-	1,4
% de activos en moneda extranjera otros	0,9	1,4	2,4	0,4	1,9	-	1,4
Total activo	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
% de pasivos en pesos que ocasionan intereses	25,2	15,7	30,3	20,0	35,1	37,0	28,7
% de pasivos en pesos otros	42,5	57,6	46,7	56,1	54,4	61,0	51,1
% de pasivos en moneda extranjera que ocasionan	23,4	26,4	16,9	20,8	10,4	2,0	16,4
% de pasivos en moneda extranjera otros	9,0	0,4	6,0	3,1	0,1	-	3,9
Total pasivo	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

* Efecto neto: (activos que devengan intereses-pasivos que pagan intereses)*dr - (activos en US\$ -pasivos en US\$)*(dr), donde de: variación (%) en la tasa de cambio (20% en los tres escenarios); dr: variación en la tasa de interés doméstica (0% en el escenario 1; -20% en el escenario 2; y -10% en el escenario 3).

Fuente: Encuesta de Opinión, Fedesarrollo, 194 firmas.

observa, adicionalmente, que los resultados difieren según tamaño, pues las firmas grandes pierden más, y según tipo de empresa (las exportadoras pierden más).

No obstante, es de esperar que las tasas de interés disminuyan con la devaluación, al menos en el mediano plazo, en la medida en que se modifican las expectativas (ver las respuestas a la pregunta 3 en el Cuadro 1). A partir de los resultados para el escenario B se concluye que el efecto negativo que tendría la devaluación se ve más que compensado por el efecto positivo de la reducción en las tasas de interés. Más aún, se trata de ganancias sustanciales en la mayoría de los casos. Para el agregado la ganancia neta media representa el 5% del patrimonio

en el escenario "optimista" y 0,5% en el escenario "pesimista", con valores un poco menores para las medianas. No existen diferencias para grandes y medianas empresas, pero sí con las pequeñas; los beneficios resultan mayores para las empresas exportadoras.

No se presentan pérdidas (tampoco ganancias) cuando la devaluación del 20% se ve acompañada de una caída en la tasa de interés de "solo" 10%.

V. CONCLUSIONES

Un país en que la tasa de cambio real se ha revaluado paulatinamente 20% durante 7 años, en que la cuenta corriente es la mayor de América Latina co-

mo proporción del PIB, con tasas de desempleo cercanas al 20% y con pronósticos de crecimiento negativo para 1999, es una economía con una enorme revaluación cambiaria. Ello obedece a los movimientos de flujos de capital en la primera parte de los noventa, a la utilización excesiva de la tasa de cambio como ancla para bajar la inflación, y al enorme crecimiento del gasto público.

La banda cambiaria fue un instrumento útil para bajar la inflación a comienzos de la década, pero ha sido erróneo mantenerla. Las bandas no cumplen con los supuestos teóricos que incentivaron su utilización, y en el caso particular de Colombia invitan a la especulación. Es el momento de terminarlas, ojalá cuando los mercados cambiarios se encuentren relativamente calmados. Las autoridades monetarias desperdiciaron una de esas oportunidades en marzo de 1999.

La devaluación real, inducida por la devaluación nominal y por fuertes contracciones fiscales, ha sido la receta colombiana (y de América Latina) para

salir de la crisis en varios momentos de nuestra historia. Ello ocurrirá si se abandonan las bandas y se entra a un régimen de flotación relativamente libre; con intervenciones que eviten *overshootings* indeseados, aprovechando que el país cuenta con más de 8 meses de reservas internacionales. No ocurrirán grandes *overshootings*, y tampoco es correcto afirmar que la devaluación tendrá efectos muy perjudiciales sobre el patrimonio de las firmas.

La devaluación reducirá las importaciones, e incentivará las exportaciones, el crecimiento, el empleo y la productividad. También reducirá la tasa de interés en el mediano plazo, en la medida en que éstas dependan de las expectativas de devaluación.

La flotación administrada sugerida en este documento se facilita aún más ahora que el gobierno ha anunciado su intención de recurrir al Fondo Monetario, y que por fin se ajustará la economía. Se desperdició un año para hacer el ajuste estructural, fiscal y cambiario, pero la situación posiblemente mejorará en el próximo futuro.

BIBLIOGRAFÍA

- Arias, A.F., & Misas, M. (1998), "Neutralidad Monetaria en la Tasa de Cambio Real en Colombia", *Coyuntura Económica*, pp.107-129.
- Barro, R. J. (1997), *Determinants of Economic Growth. A Cross-Country Empirical Study*, The MIT Press, London, England.
- Birchenall, J.A. (1999), "Relaciones Nominales de Largo Plazo: La Tasa de Cambio en Colombia", (*mimeo*).
- Calderón, A. (1995), "La Tasa de Cambio Real en Colombia: mitos y realidades", *Coyuntura Económica*, v.25-2, pp.101-120.
- Calvo, G.A., Leiderman, L., & Reinhart, C. (1995), "Capital Inflows to Latin America with Reference to the Asian Experience", en S. Edwards (Ed.), *Capital Controls, Exchange Rates and Monetary Policy in the World Economy*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Calvo, G.A., & Végh, C.A. (1994), "Credibility and the Dynamics of Stabilisation Policy: A Basic Framework", en C.A. Sims (Ed.), *Advances in Econometrics: Sixth World Congress*, Vol.2, Cambridge, Cambridge University Press.
- Carrasquilla, A., & Arias, A.F. (1997), "Tipo de Cambio Real en Colombia. Qué Pasó?", en S. Montenegro (Ed.), *Los Determinantes de la Tasa de Cambio Real en Colombia*, pp.105-133.
- Carrasquilla, A., Galindo, A., & Patrón, H. (1994), "Devaluación Nominal, Tasa de Cambio Real e Inflación: Un Enfoque Estructural", *Asobancaria, Mercado de Capitales XIV Simposio*.
- Cárdenas, M. (1997), *La Tasa de Cambio en Colombia*, Cuadernos Fedesarrollo, Bogotá
- Cárdenas, M., & Barrera, F. (1996), "On the Effectiveness of Capital Controls in Colombia" (*mimeo*).
- Cárdenas, M., Escobar, A., & Gutierrez, C. (1995), "Productividad y Competitividad en Colombia: 1950-94", (*mimeo*).
- De Gregorio, J., Giovannini, A., & Wolf, H.C. (1994), "International Evidence on Tradables and Nontradables Inflation", *European Economic Review*, v.38-6, pp.1225-1244.
- Díaz Alejandro, C. (1976), *Foreign Trade Regimes and Economic Development. Colombia*, National Bureau of Economic Research., New York.
- Díaz Alejandro, C. (1984), "Latin America in the 1930's", *Latin America in the 1930s. The Role of the Periphery in World Crisis*, pp.17-49.
- (1988), "Southern Cone Stabilization Plans", en A. Velasco (Ed.), *Trade, Development and the World Economy. Selected Essays of Carlos F. Díaz Alejandro*, pp.265-283, Oxford, Basil Blackwell.
- Dornbusch, R. (1976), "Expectations and Exchange Rate Dynamics", *Journal of Political Economy*, v.84, pp. 1161-76.
- Dornbusch, R. (1998), "After Asia: New Direction for the International Financial System", (*mimeo*).
- Dornbusch, R., & Fischer, S. (1993), "Moderate Inflation", *World Bank Economic Review*, v.7-1pp.1-44.
- Dornbusch, R., Goldfajn, I., & Valdés, R. (1995), "Currency Crises and Collapses", *Brookings Papers on Economic Activity*, v.2pp.219-293.
- Echavarría, J. J. (1989), *D.Phil Thesis, External Shocks and Industrialization*, University of Oxford.
- (1998), "Aspectos Sectoriales del Plan de Desarrollo "Cambio para Construir la Paz"", *Debates de Coyuntura Social*, Bogotá, Fedesarrollo.
- Echavarría, J.J., & Gaviria, A. (1992), "Los Determinantes de la Tasa de Cambio y la Coyuntura Actual en Colombia", *Coyuntura Económica*, v.22-4, pp.101-112.
- Echavarría, J.J., Correa, R., & Gamboa, C. (1999), "Las Exportaciones Menores en los Noventas: Apertura, Productividad y Tasa de Cambio", (*mimeo*).
- Echavarría, J.J., Zuleta, L.A., & Zuluaga, S. (1999). "Los Beneficios Dinámicos de las Exportaciones", (*mimeo*).
- Edwards, S. (1985), *Linking Macroeconomic and Agricultural Policies for Adjustment With Growth. The Colombian Experience, The Rate of Devaluation and the Nominal Interest Rate* (Appendix C), World Bank Publication. The John Hopkins University Press.
- Edwards, S. (1989), *Real Exchange Rates, Devaluation, and Adjustment*, Mit Press., Cambridge, Mass.
- Edwards, S. (1992), "Exchange Rates as Nominal Anchors", *National Bureau of Economic Research*, v.4246.
- Edwards, S. (1998), "Capital Flows, Real Exchange Rates and Capital Controls: Some Latin American Experiences", *NBER Working Paper Series*, v.6800.
- Edwards, S., & Santaella, J. (1993), "Devaluation Controversies in the Developing Countries: Lessons from the Bretton

- Woods Era", en B. Eichengreen & M. Bordo (Eds.), *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons from International Monetary Reform*, pp.51-124, Chicago, The University of Chicago Press.
- Fischer, S. (1988), "Devaluation and Inflation", en R. Dornbusch (Ed.), *The Open Economy. Tools for Policymakers in Developing Countries*, pp.108-127, Oxford, Oxford University Press.
- Frankel, J.A., & Rose, A.K. (1995), "Empirical Research on Nominal Exchange Rates", en G. Grossman & K. Rogoff (Eds.), *Handbook of International Economics, Vol.III*, pp.1689-1729, Elsevier Science.
- Froot, K.A., & Rogoff, K. (1995), "Perspectives on PPP and Long-Run Real Exchange Rates", en G. Grossman & K. Rogoff (Eds.), *Handbook of International Economics, Vol.III*, pp.1647-1688, North Holland.
- Galindo, A. (1998), "Estimating Credibility in Colombia's Exchange Rate Target Zone", *Borradores de Economía*, v.103.
- Garber, P., & Svensson, L. (1995), "The Operation and Collapse of Fixed Exchange Rate Regimes", en G. Grossman & K. Rogoff (Eds.), *Handbook of international Economics, vol.III*, pp.1865-1911, Amsterdam, North Holland.
- Goldfajn, I., & Valdés, R. (1996), "The Aftermath of Appreciations", *NBER Working Paper*, v.5650.
- Herrera, S. (1997), "El Tipo de Cambio Real y la Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos", *Coyuntura Económica*, v.27-1, pp.89-130.
- Institute of International Finance. (1998), "Capital Flows to Emerging Market Economies", (*mimeo*).
- Isard, P. (1995), *Exchange Rate Economics*, Cambridge Surveys of Economic Literature, Cambridge
- Krugman, P.R. (1988), "External Shocks and Domestic Policy Responses", en R. Dornbusch & F.L. Helmers (Eds.), *The Open Economy. Tools for Policymakers in Developing Countries*, pp.54-79, Oxford., Oxford University Press.
- (1995), "Adjustment in the World Economy", en P.R. Krugman (Ed.), *Currencies and Crises*, pp.3-32, Cambridge, Massachusetts, MIT Press.
- Krugman, P.R. (1995), "Dutch Tulips and Emerging Markets", *Foreign Affairs*, v.74-4, pp.28-44.
- Krugman, P.R. (1999), "Alas,Brazil", (*mimeo*).
- Krugman, P. R. & Obstfeld, M. (1991), *International Economics, Theory and Policy*, Harper Collins Publishers, second edition, New York.
- Krugman, P.R., & Obstfeld, M. (1991), *International economics :theory and policy*, v.2nd ed.
- Larrain, F., Laban, R., & Chumacero, R. (1997), "What Determines Capital Inflows? An Empirical Analysis for Chile", *Development Discussion Paper No.590*, Harvard Institute for International Development.
- Levine, R., & Renelt, D. (1993), "A Sensitivity Analysis of Cross-Country Growth Regressions", *American Economic Review*, v.82-4, pp.942-963.
- Lora, E., & Barrera, F. (1997), "A Decade of Structural Reform in Latin America: Measurement and Growth Effects", (*mimeo*), *Policy Discussion Paper*, Inter American Development Bank.
- Mccarthy, F.D. (1985), "Fuentes de Crecimiento en Colombia", *Revista de Planeación y Desarrollo*, v.XVIIpp.Bogotá.
- Murgasova, Z. (1996), "Exchange Rate Pass-Through in Spain", *IMF Working Paper*, v.WP/96/114
- Obstfeld, M. (1995), "International Currency Experience: New Lessons and Lessons Relearned", *Brookings Papers on Economic Activity*, v.0-1, pp.119-196.
- Ocampo, J.A., & Gómez, J. (1997), "Los Efectos de la Devaluación Nominal sobre la Tasa de Cambio Real en Colombia", en S. Montenegro (Ed.), *Los Determinantes de la Tasa de Cambio Real en Colombia*, pp.17-32, Bogotá, Universidad de los Andes.
- Ramírez, J.M., & Nuñez, L. (1998), "Apertura y Competitividad en la Industria Colombiana", *Coyuntura Económica*.
- Sánchez, F., Rodríguez, J., & Núñez, J. (1996), "Evolución y Determinantes de la Productividad en Colombia. Un Análisis Global y Sectorial", *Archivos de Macroeconomía*, DNP, v.50.
- Steiner, R., (1995), *Flujos de Capitales en América Latina*, Tercer Mundo-Fedesarrollo.
- Steiner, R., & Botero, J.C. (1996), "Transmisión de la Tasa de Cambio al Precio de algunas Exportaciones Colombianas", *Coyuntura Económica*.
- Urrutia, M. (1981), "Experience with the Crawling Peg in Colombia", en J. Williamson (Ed.), *Exchange Rate Rules*, pp.207-220, New York, St.Martin's Press.

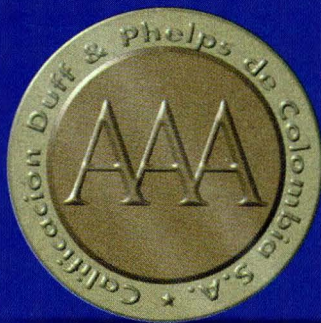
Publicaciones de Fedesarrollo para la venta*

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.

Los buenos repiten



Corfinsura
Primera Entidad Financiera calificada
triple A en Colombia.
Ahora Duff & Phelps le mantiene la calificación.
1997 - 1998

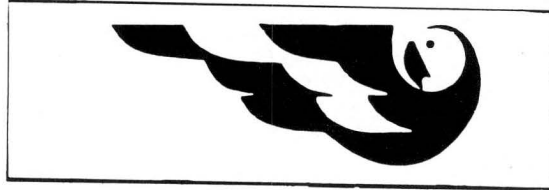
Ganar puede ser fácil, sostenerse como el mejor tiene más mérito,
sobre todo si se trata de recibir la mejor calificación del sector financiero,
como la entidad con factores de riesgos prácticamente inexistentes.



CORFINSURA

CORPORACION FINANCIERA
NACIONAL Y SURAMERICANA S.A.
La Excelencia hace la Diferencia

Adpostal



Llegamos a todo el mundo !

**CAMBIAMOS PARA SERVIRLE MEJOR
A COLOMBIA Y AL MUNDO**

ESTOS SON NUESTROS SERVICIOS

VENTA DE PRODUCTOS POR CORREO
SERVICIO DE CORREO NORMAL
CORREO INTERNACIONAL
CORREO PROMOCIONAL
CORREO CERTIFICADO
RESPUESTA PAGADA
POST EXPRESS
ENCOMIENDAS
FILATELIA
CORRA
FAX

LE ATENDEMOS EN LOS TELEFONOS
243 8851 - 341 0304 - 341 5534
980015503
FAX 283 3345

La economía política de la política cambiaria en Colombia¹

*Juan Carlos Jaramillo F.
Roberto Steiner S.
Natalia Salazar F.*

RESUMEN

Desde los años sesenta, Colombia ha mostrado una notoria estabilidad económica y continuidad institucional. Hasta hace poco, el sistema político estaba basado en una estrecha coalición bipartidista, con poca confrontación ideológica. Compartir el poder; esquema que fue obligatorio durante el Frente Nacional (FN, 1958-1974), duró en la práctica hasta 1991. El café, el producto de exportación más importante, es una actividad intensiva en mano de obra que se lleva a cabo en miles de parcelas operadas a nivel familiar. Los ingresos de los productores de café dependen de un complejo arreglo con el

Gobierno, siendo la tasa de cambio tan sólo un componente del mismo. La importancia de los sindicatos se limita al sector público. Luego de una enmienda constitucional en 1968, el papel del Congreso en temas económicos ha sido limitado a la política fiscal, siendo el diseño del presupuesto su mayor preocupación. Una revisión de los episodios cambiarios más importantes indica que los esfuerzos generalmente han sido dirigidos hacia la consecución de una tasa de inflación moderada y una tasa de cambio real competitiva. Una indexación bastante generalizada ha tornado este arreglo aceptable para los grupos interesados. Históricamente, la política cambiaria fue administrada en tándem con políticas comerciales-financieras-fiscales, utilizadas como mecanismos compensatorios para cosechar el apoyo del sector privado. Más recientemente, cuando fueron introducidas reformas estructurales que apoyaban el papel del mercado, la mayoría de los mecanismos compensatorios desaparecieron y los grupos interesados se volvieron más críticos en lo referente a la política cambiaria. La continuidad institucional y la longevidad del régimen cambiario sugieren que quizás las considera-

¹ Este documento hace parte de un proyecto del BID sobre la economía política de la política cambiaria en América Latina. Versiones previas de este trabajo fueron presentadas en Fedesarrollo, en el Departamento Nacional de Planeación y en la reunión de LACEA de 1998. Hemos recibido comentarios de miembros del proyecto, en particular J. Frieden, E. Stein, P. Ghezzi y E. Díaz-Bonilla, y de F. Barrera, M. Cárdenas, A. Carrasquilla, R. Junguito, A. Montenegro, M. Urrutia y E. Wiesner. Daniel Cerquera fue el asistente de investigación. Al escribir este trabajo, Jaramillo y Steiner eran Investigadores Asociados de Fedesarrollo y Salazar era Investigadora de la misma institución.

ciones políticas no son relevantes como explicación del patrón estable de las variables económicas más importantes. Esta intuición *no se encuentra* plenamente apoyada por la evidencia econométrica. En particular, la tasa de devaluación nominal fue *menor* durante las administraciones del Frente Nacional y *mayor* durante gobiernos conservadores. El primer resultado apoya el hecho que la competencia política pudo implicar menor interés por la estabilidad nominal. El segundo podría ser explicado parcialmente por la influencia del partido conservador en la región cafetera y el deseo de las administraciones conservadoras en acelerar la tasa nominal de depreciación para corregir situaciones de sobrevaluación de la moneda. Adicionalmente, la tasa de devaluación nominal parece depender de la naturaleza de la Junta del banco central. En particular, ha sido durante la existencia de un banco central "independiente" que la tasa de cambio se ha utilizado activamente para bajar la inflación.

I. INTRODUCCIÓN

Este documento analiza las fuerzas de economía política que ayudaron a moldear la política cambiaria en Colombia desde principios de los años sesenta. La notable longevidad del régimen de minidevaluaciones (*managed crawl*) sugiere que los cambios en la política cambiaria no tomaron la forma de cambios drásticos en dicho régimen. Los cambios en política llegaron a través de variaciones en la tasa de devaluación, en el grado de las restricciones administrativas a los flujos de capital y, en ocasiones, implementando medidas ad-hoc para generar tasas de cambio múltiples.

La premisa básica de nuestro análisis es que la política económica en general, y la política cambiaria en particular, no deberían ser vistas exclusivamente en función de sus efectos económicos deliberados, sino también como resultado de la interacción entre

grupos de interés, políticos y burocráticos, dentro de un contexto de un conjunto de restricciones institucionales. El hecho que diferentes economías -enfrentando problemas similares y teniendo recursos semejantes- exhiban comportamientos distintos, no puede ser explicado exclusivamente con marcos analíticos basados en la existencia de un planificador social. La optimalidad macroeconómica es tan solo uno de los factores que afecta la escogencia de la política cambiaria y, por tanto, deben investigarse otros determinantes de la política económica (Haggard y Webb, 1994).

Este trabajo tiene cuatro secciones, además de esta introducción. En la segunda exponemos el entorno político que ha prevalecido durante el período bajo estudio. En la tercera describimos las principales fases bajo las cuales el período 1960-1998 puede ser fructíferamente dividido para estudiar las políticas de tasa de cambio y discutimos las fuerzas de economía política que contribuyeron a moldear la política durante estos períodos. La cuarta sección desarrolla empíricamente la importancia de los aspectos político/institucionales en la determinación de la tasa nominal de devaluación y el nivel de la tasa de cambio real. En la quinta se presentan las conclusiones. Adicionalmente hay tres apéndices. El primero trata sobre la confrontación con el FMI en 1966, el segundo sobre la persistencia de inflación moderada y el tercero describe la base de datos.

II. ALGUNOS ANTECEDENTES POLÍTICOS E INSTITUCIONALES

Esta sección provee una caracterización del entorno político colombiano desde finales de los años cincuenta. Está dividida en dos partes. En la primera mostramos que, en su mayor parte, la época posterior a 1960 ha sido una donde los dos partidos políticos tradicionales han compartido el poder. En la segunda argumentamos que el entorno político

ha sido un factor importante para explicar la ausencia de posiciones extremas respecto a la política económica, en general, y a la política cambiaria, en particular.

A. Tres décadas de poder compartido

Colombia es, junto con México, posiblemente el país donde menos ha cambiado el sistema político en todo el Hemisferio Occidental. Según Dix (1990, p. 100), "lo que distingue al caso colombiano es el fracaso de las instituciones políticas y, notablemente, de su sistema de partidos, de adaptarse a los nuevos niveles de movilización social". En promedio, durante el período 1945-86, los dos partidos tradicionales recibieron más del 97% de la votación para la Cámara de Representantes. Solamente en una ocasión (en 1970) este porcentaje se situó por debajo de 90. Entre 1931 y 1982 únicamente 12% de las municipalidades cambiaron su orientación partidista.

La falta de surgimiento de un tercer partido es sorprendente a la luz del hecho que desde finales de los años cincuenta los dos partidos tradicionales han convergido en términos de política e ideología². Más aún, la mala distribución del ingreso y la riqueza presente en Colombia hace que parezca como un lugar ideal para el surgimiento de un partido político basado en diferencias de clase. Sin embargo, la clase trabajadora no ha estado empleada en aquellos sectores más propensos a producir un activismo militante y con orientación social. Por el contrario, el café, el principal producto del país, es cultivado en miles de pequeñas parcelas operadas

² Esta descripción no se mantiene después de la promulgación de la nueva Constitución Política en 1991. De hecho, al final de la siguiente sección se exploran los posibles vínculos entre los resultados electorales de 1994 y las distintas posiciones respecto a la política económica en los dos partidos tradicionales.

a nivel familiar. Esto ha patrocinado valores conservadores e individualistas en lugar de radicales o colectivistas (Dix, 1990). Adicionalmente, el café ha sido de propiedad exclusivamente nacional, tal como lo han sido otras industrias importantes. Esto puede explicar la ausencia de actitudes nacionalistas, frecuentemente campo fértil para el surgimiento de movimientos populares³.

Siguiendo a Dix (1980), desde 1958 Colombia puede caracterizarse como un caso de una democracia consociacional, única en el sentido que sus subculturas no se originan en diferencias religiosas, étnicas o de clase⁴. Respecto a los dos partidos tradicionales, su naturaleza excluyente y sus raíces comunales y familiares los marcan como el equivalente funcional de las subculturas⁵.

Históricamente, los dos partidos tradicionales han estado unidos a través de relaciones clientelistas, con organizaciones débiles y con poco contenido

³ Nelson et al. (1971) mencionan como un elemento adicional la debilidad organizacional de los sindicatos y "la diferencia jerárquica entre ellos y la clase empresarial". Como veremos más adelante, la inhabilidad de los trabajadores para promover un movimiento político no los restringió para, esporádicamente, volverse un importante contrapeso, induciendo incrementos salariales que hicieron fracasar la devaluación de 1962.

⁴ Lijphart (1977, p.1) definió una democracia consociacional como una en la cual "tendencias centrífugas inherentes a una sociedad plural están contrarrestadas por las actitudes cooperativas y por el comportamiento de los líderes de diferentes segmentos de la población". Por medio de reglas de proporcionalidad, grandes coaliciones y vetos mutuos, los líderes de las diferentes subculturas son capaces de proveer una estabilidad razonable en vez de una sociedad polarizada. Otros analistas se han referido a Colombia como una "democracia modificada", utilizando calificativos tales como "controlada", "oligárquica" o "elitista bipartidista". Algunos incluso la han llamado "democracia autoritaria formal" o "dictadura constitucional" (Harlyn, 1993).

⁵ Escribiendo a principios de los años setenta, Nelson et al. (1971, p. 218, énfasis nuestro) sugieren que "el estilo tradicional de la política colombiana invoca una adhesión emocional, moralista y con grandes lealtades hereditarias".

programático⁶. Sin embargo, son partidos evidentemente multiclasistas ya que sus élites han buscado apoyo popular en su competencia por puestos gubernamentales. Más aún, la apertura relativa del régimen -en términos de elecciones, división de poderes y libertad de prensa- le ha concedido una razonable legitimidad entre todos los grupos sociales.

La fortaleza de los dos partidos tradicionales fue creciendo a finales de los años cincuenta a través de una coalición política (Frente Nacional). Después de varios años de violencia partidista, los líderes de los dos partidos tradicionales llegaron a un acuerdo por medio del cual ambos compartirían el poder por 16 años. El acuerdo fue facilitado por varios factores: i) el usual conflicto entre los partidos estaba siendo reemplazado por mayores riesgos, ya que el pueblo se estaba volviendo cada vez más contestatario; ii) las acciones represivas de los militares y sus ambiciones políticas llegaron a ser más incómodas que una coalición con el partido opositor; iii) la aceptación por parte del partido liberal de que Colombia era un país católico; iv) el acuerdo en torno a que los militares no serían perseguidos y a que el Ministro de Defensa provendría de sus filas.

Las principales características del Frente Nacional fueron las siguientes: i) la Presidencia sería alternada durante la duración de la coalición; ii) todas las sillas del Congreso, asambleas departamentales y concejos municipales, y todos los ministerios y ofi-

⁶ De acuerdo a Supelano (1992), en Colombia siempre ha habido resistencia a las teorías dominantes de la época. Generalmente la política ha sido ecléctica, dependiendo más de la necesidad de mantener un balance de poder que de principios teóricos. Dix (1978) argumenta que la falta de ideología no es exclusiva de los dos partidos tradicionales. Lo mismo puede decirse de la Anapo del General Rojas, al menos en 1970, cuando estuvo cerca de alcanzar la presidencia. Un repaso de sus líderes sugiere que sus motivaciones no eran ideológicas. El movimiento era Cristiano, siendo Rojas el candidato que más se oponía al divorcio y al control de natalidad.

cinas del gobierno, así como las posiciones de la Corte Suprema, serían divididas en mitad y mitad, de tal forma que se excluía a todos los demás partidos; y iii) las decisiones no procedimentales en todos los cuerpos electorales requerirían de una mayoría de dos terceras partes.

A pesar de que puede criticarse por haber impedido un verdadero cambio social, al Frente Nacional debe otorgársele el crédito de haber logrado una reducción sustancial de la violencia partidista y de haber regresado a los militares a los cuarteles⁷. Los dos partidos dejaron de enfrentarse por el control del Estado, mientras se dedicaban a cosechar las ganancias de su impresionante crecimiento. Las políticas resultantes alentaron un crecimiento estable y una inflación moderada, sin discriminar abiertamente contra ninguna actividad⁸. Los intereses del sector cafetero fueron atendidos favorablemente y, en un menor grado, también lo fueron los de otros sectores (Hartlyn, 1993)⁹.

El Frente Nacional terminó formalmente en 1974, pero algunas de sus provisiones fueron extendidas por cuatro años¹⁰. Informalmente, la coalición duró

⁷ La violencia desatada en los últimos años se encuentra por fuera de cualquier disputa entre los partidos tradicionales, aunque muchas de sus causas pueden estar vinculadas a la naturaleza excluyente del Frente Nacional. Sobre el particular, los ensayos que aparecen en Leal (1995) son muy relevantes.

⁸ De acuerdo a Revéz y Pérez (1986), durante el Frente Nacional los jefes de las asociaciones de empresarios comenzaron a ocupar, en una proporción relativamente importante, cargos en la rama ejecutiva.

⁹ En fuerte contraste con esta interpretación, Bates (1997) argumenta que los productores de café, siendo electoralmente muy importantes, han sido altamente influyentes en aquellos períodos en los que la competencia entre partidos ha sido significativa. A su vez, los cafeteros han estado sujetos a los propósitos redistributivos del Gobierno cuando no ha habido competencia partidista (i.e. durante los años del Frente Nacional).

mucho más, hasta 1990, ya que todos los siguientes presidentes fueron producto de sus entrañas y el Congreso era dominado por los dos partidos tradicionales. Un referendo llevado a cabo en 1990 estipuló el llamado a una elección popular para una asamblea constituyente, la cual redactó una nueva Constitución que facilitó la creación y consolidación de nuevos movimientos políticos, acrecentó el poder de los ciudadanos y avanzó en la descentralización política y fiscal. A pesar de que muchos analistas han sido escépticos de sus implicaciones prácticas, para cualquier efecto práctico, los esquemas de poder compartido del Frente Nacional terminaron en 1991.

B. Connotaciones económicas de la política y de las instituciones

La caracterización de Colombia como una democracia consociacional, en la cual dos partidos explícita o implícitamente compartieron el poder desde finales de los cincuenta al menos hasta 1991, sirve para explicar las políticas económicas que han sido implementadas. De acuerdo con Haggard (1994, p. 238), los países de América Latina con historia de inflación alta han sido aquellos en que el sector popular urbano y los grupos de trabajadores han sido incorporados dentro de los partidos populistas, en el contexto de una relativa polarización del sistema partidista. A su turno, las dificultades políticas para implementar programas de ajuste macroeconómico han sido menos severas en países donde la toma de decisiones ha estado centralizada y sujeta a una menor presión por la consecución de rentas económicas.

¹⁰ Una enmienda constitucional en 1968 prolongó la paridad en el gabinete y en las posiciones administrativas por cuatro años y estableció que después de esta extensión el partido distinto a aquel del Presidente recibiría cargos en el gabinete y la administración de manera "equitativa".

Existen dos aspectos que diferencian a Colombia del típico país latinoamericano, de acuerdo a la caracterización de Haggard. El sector empresarial más influyente produce un bien exportable (el café), el cual nunca estuvo ligado a la sustitución de importaciones. Además, la promoción de exportaciones ha sido la piedra angular de la política desde 1967. Colombia post-1967 parece encajar en la evaluación que hiciera Haggard sobre Asia en el sentido de que para esa región ha sido importante "mantener una tasa de cambio competitiva y la promoción de exportaciones de productos manufacturados" (p. 241).

De acuerdo con Urrutia (1991), en Colombia generalmente no ha habido "populismo económico", al menos no en el sentido de Dornbusch y Edwards (1991). La política macroeconómica generalmente ha sido conducida con el propósito de proveer una estabilidad mínima, considerada como necesaria para promover el crecimiento, más que con propósitos de redistribución. Esto ha sido posible gracias al "clientelismo", el cual ha dado a los políticos una importante voz en la distribución del presupuesto nacional, mientras que les ha permitido, al mismo tiempo, cosechar los beneficios de la estabilidad macroeconómica.

Como muestran Archer y Soberg Shugart (1997) y Soberg Shugart y Nielson (1997), las reglas electorales de Colombia -en las cuales los miembros del Congreso son elegidos por normas de representación proporcional aplicadas en cada distrito y no a través de listas de partidos- proveen incentivos para que los políticos consigan votos relacionados con favores personales en lugar de votos orientados por el partido¹¹. Los votantes están ligados a legisladores individuales y sus votos dependen fuertemente del reparto de servicios gubernamentales por parte de los elegidos. Adicionalmente, los partidos cuentan con poco control sobre la composición de sus

delegaciones en el Congreso. Cerca de tres décadas atrás, Nelson et al. (1971) argumentaban que las prácticas políticas del Frente Nacional estaban supliendo el debate entre los partidos con la política de los grupos de presión.

A pesar de todo lo anterior, la política no ha tenido lugar en el vacío. Diferentes regiones tienen intereses distintos y esos intereses son atendidos de mejor manera por diferentes poderes dentro del Estado. Como una primera aproximación, es interesante diferenciar entre la región productora de café (principalmente Andina) y el resto del país. La región cafetera es altamente dependiente de una exportación primaria mientras el resto del país tiene una base económica mucho más diversificada.

El Cuadro 1 muestra el origen regional de los jefes de tres instituciones económicas claves: el Ministerio de Hacienda, el Banco de la República y el Departamento Nacional de Planeación (DNP). La primera está involucrada en todos los aspectos económicos, la segunda principalmente con la tasa de cambio y la política monetaria, y la tercera con la planeación de largo plazo y la política fiscal. La región cafetera, con menos de un cuarto de la población y el PIB, ha provisto el 40% de los Ministros de Hacienda y Gerentes del Banco de la República, pero sólo el 22% de los directores del DNP.

Tal como fue señalado anteriormente, hasta 1990 ambas cámaras del Congreso eran conformadas mediante una representación proporcional. El Cuadro 2 muestra que, como resultado, el origen regional de los senadores y representantes era muy

similar a la distribución general de la población. Sin embargo, las elecciones para Senado de 1994 estuvieron basadas en una circunscripción nacional. Las dos últimas columnas de la tabla indican que la región del Caribe estuvo sobrerrepresentada en el Senado a expensas, entre otras, de las regiones cafetera y pacífica.

El Cuadro 3 contiene información relacionada con la abstención durante las elecciones de 1990. Para la elección presidencial la abstención en la región cafetera fue proporcional al promedio nacional y mucho más baja que en la región del Caribe. Sin embargo, en las elecciones para el Congreso la abstención fue mucho más baja en la región del Caribe que en el resto del país. Puede argumentarse que la región del Caribe es un actor político muy activo en las elecciones para el Congreso -cuyos resultados son cruciales en la formulación y distribución del presupuesto- pero mucho menos importante en elecciones presidenciales, cuyo resultado es crítico en el diseño de toda la política macroeconómica (incluyendo, hasta 1991, todos los aspectos relacionados con las políticas cambiaria y monetaria).

No hay duda que todas las regiones e intereses económicos están relacionados con todo tipo de políticas económicas, desde los temas más técnicos de manejo monetario y cambiario, hasta los aspectos más politizados de política fiscal. Sin embargo, los Cuadros 1-3 apoyan de cierta forma la idea que ciertas regiones e intereses económicos están más relacionadas con ciertos tipos de políticas y están, por lo tanto, más interesados en capturar políticamente las instituciones que se encargan de ellas.

Esto quiere decir que, sin importar el hecho que Colombia haya tenido una estabilidad sobresaliente en política económica y una notoria longevidad en el caso de muchas instituciones claves (ver abajo), sigue siendo cierto que éstas últimas están mane-

¹¹ La Constitución de 1991 mantiene estas reglas para la cámara baja del Congreso. Para mejorar las posibilidades a las minorías políticas, las sillas del Senado ahora son asignadas por reglas de representación proporcional, aplicadas en una circunscripción electoral nacional.

Cuadro 1. ORIGEN REGIONAL DE LOS FORMULADORES DE POLÍTICA ECONÓMICA

Región	Ministro de Hacienda ^a		Gerente del Banco Central ^b		Director de Planeación Nal ^c		Población 1993 %	PIB 1992 %
	Número	%	Número	%	Número	%		
Antioquia	11	20	-	-	3	13	13,1	14,5
Atlántico	-	-	-	-	2	9	4,9	4,1
Boyacá	4	7	-	-	-	-	3,5	2,9
Caldas	9	16	1	25	-	-	2,8	2,1
Cundinamarca	16	29	2	50	13	57	19,7	27,4
Magdalena	1	2	-	-	-	-	3	1,6
Nariño	-	-	-	-	1	4	3,9	1,5
Norte de Santander	1	2	-	-	-	-	3,1	1,8
Quindío	1	2	1	25	-	-	1,3	1,5
Risaralda	1	2	-	-	2	9	2,3	2,4
Santander	4	7	-	-	-	-	4,8	5,5
Tolima	1	2	-	-	-	-	3,4	3,0
Valle	2	4	-	-	2	9	10	11,6
N.D./Otros	4	7	-	-	-	-	24,2	20,2
Región Cafetera	23	42	2	40	5	22	22,9	23,6

^a 1930-1998

^b 1969-1998

^c 1958-1998

Fuente: Cálculos propios con base en Meisel (1996) y Yanovich (1997).

Cuadro 2. COMPOSICIÓN REGIONAL DEL CONGRESO

	1974	1986	1990	1994	Distribución de la Población (1993)
Número de Senadores	112	114	114	100	-
Composición Regional (%)					
Región Caribe	22,3	21,9	21,9	25,0	21,2
Región Antioqueña	21,4	21,1	21,1	17,0	19,5
Región Pacífica	18,8	18,4	18,4	15,0	18,0
Región Central	28,6	28,1	28,1	34,0	30,6
Región Santanderana	8,9	8,8	8,8	9,0	8,0
Otras Regiones	0,0	1,8	1,8	0,0	2,8
Región Cafetera	25,9	25,4	25,4	20,0	22,9
Número de Representantes	199	199	199	163	-
Composición Regional (%)					
Región Caribe	20,1	20,1	20,1	21,5	21,2
Región Antioqueña	21,6	21,6	21,6	18,4	19,5
Región Pacífica	18,1	18,1	18,1	16,0	18,0
Región Central	29,1	29,1	29,1	26,4	30,6
Región Santanderana	8,5	8,5	8,5	7,4	8,0
Otras Regiones	2,5	2,5	2,5	10,4	2,8
Región Cafetera	26,1	26,1	26,1	21,5	22,9

Fuente: Cálculos propios con base en Yanovich (1997) y Dane.

Cuadro 3. ABSTENCIÓN ELECTORAL EN 1990
(Como porcentaje del total de votantes potenciales)

Región	Elección presidencial	Elecciones	
		Senado	Cámara
Total ^a	56,4	43,9	44,8
Región Cafetera ^b	56,7	45,2	45,0
Región Caribe ^c	66,5	36,1	37,2

^a Excluye Amazonas, Arauca, Casanare, Consulados, Guanía, Guaviare, Putumayo, San Andrés, Vaupés y Vichada.

^b Incluye "Viejo Caldas" (Caldas, Quindío, Risaralda), Tolima y Antioquia.

^c Incluye Atlántico, Bolívar, Cesar, Córdoba, Guajira, Magdalena y Sucre.

Fuente: Cálculos propios con datos de la Registraduría Nacional del Estado Civil.

jadas por personas que reflejan mejor los intereses de ciertas actividades económicas y regiones. En particular, la influyente región cafetera parece estar mucho más activa en política presidencial (clave en la determinación de la política cambiaria) que en política a nivel del Congreso (crucial en la elaboración y distribución del presupuesto).

1. Estabilidad económica

Dentro del contexto de América Latina, Colombia se ha caracterizado como la economía menos volátil. El Cuadro 4 provee información sobre inflación y crecimiento para las economías más grandes de la región. En todos los sub-períodos Colombia presentó la tercera tasa de inflación más baja. En términos de volatilidad, tuvo la tasa de inflación más estable excepto durante 1960-69. Un patrón similar surge para el caso de la tasa de crecimiento. El cuadro indica que la estabilidad relativa de Colombia ocurrió en el contexto de resultados macroeconómicos que no fueron particularmente destacables.

La volatilidad económica depende de varios factores, prominente entre ellos las condiciones externas (i.e. términos de intercambio y flujo de capitales) y la política económica. Para un grupo de países un poco diferente, el Cuadro 5 muestra que, respecto a los términos de intercambio, el "ambiente externo" no ha sido particularmente estable para Colombia. Eso sí, durante 1970-92 Colombia tuvo, de lejos, la política económica más estable dentro de los 22 países analizados por el BID (1995).

Es muy importante reconocer que, en el contexto de este documento, la estabilidad tiene una dimensión muy precisa. Respecto a los precios, Colombia es un caso sobresaliente de estabilidad en la tasa de inflación¹². El hecho que la estabilidad relativa haya sido conseguida en un contexto de inflación moderada, en lugar de baja, no es independiente de temas de economía política. En particular, hay evidencia en el sentido que el impuesto inflacionario ha ayudado a financiar el déficit fiscal, y este último es en parte el resultado de la solución de conflictos entre intereses económicos y políticos relevantes dentro de la sociedad¹³.

2. Continuidad Institucional

El Cuadro 6 muestra las fases por las cuales ha atravesado la banca central. El Banco de la República fue fundado como una entidad autónoma y privada en 1923. Así permaneció hasta 1963. En 1931

¹² Dornbusch y Fischer (1993) se refieren a Colombia como el país de inflación moderada por excelencia. En palabras de Williamson (1996, p. 34), "Colombia provee el mejor ejemplo de un país que parece haber aprendido a vivir con inflación". Ver el Anexo 2 para más detalles sobre este asunto.

¹³ Suescún (1992) muestra que las tasas de inflación y devaluación en Colombia exhiben propiedades de series de tiempo derivadas de un modelo de "financiación óptima" (Phelps, 1973). Acerca de los usos del impuesto inflacionario ver Steiner et al. (1992) y Carrasquilla (1996).

Cuadro 4. INFLACIÓN Y CRECIMIENTO EN AMÉRICA LATINA^a

País	Variable	1960-1969	1970-1979	1980-1989	1990-1996
Argentina	Inflación	22,9	132,9	565,7	361,3
	<i>Orden: nivel^b</i>	4	5	6	5
	<i>c.v.</i>	1	5	6	6
	Crecimiento	4,04	2,66	-0,75	4,85
	<i>Orden: nivel^b</i>	1	2	1	5
	<i>c.v.</i>	6	5	1	3
Brasil	Inflación	45,9	30,5	319,6	1329,6
	<i>Orden: nivel^b</i>	6	4	5	6
	<i>c.v.</i>	3	2	5	5
	Crecimiento	9,19	8,01	3,11	1,60
	<i>Orden: nivel^b</i>	6	6	4	1
	<i>c.v.</i>	5	3	3	6
Chile	Inflación	25,1	174,6	21,4	14,7
	<i>Orden: nivel^b</i>	5	6	1	1
	<i>c.v.</i>	4	6	2	3
	Crecimiento	4,51	2,22	3,67	6,83
	<i>Orden: nivel^b</i>	2	1	6	6
	<i>c.v.</i>	4	6	5	1
Colombia	Inflación	11,2	19,3	23,4	24,9
	<i>Orden: nivel^b</i>	3	3	3	3
	<i>c.v.</i>	5	1	1	1
	Crecimiento	4,92	5,77	3,40	4,14
	<i>Orden: nivel^b</i>	3	4	5	4
	<i>c.v.</i>	1	1	2	2
México	Inflación	2,7	14,7	69,1	21,6
	<i>Orden: nivel^b</i>	2	2	4	2
	<i>c.v.</i>	2	4	3	4
	Crecimiento	7,16	6,48	2,26	2,60
	<i>Orden: nivel^b</i>	5	5	3	2
	<i>c.v.</i>	2	2	4	5
Venezuela	Inflación	1,2	6,6	23,0	52,2
	<i>Orden: nivel^b</i>	1	1	2	4
	<i>c.v.</i>	6	3	4	2
	Crecimiento	5,64	5,19	0,2	3,12
	<i>Orden: nivel^b</i>	4	3	2	3
	<i>c.v.</i>	3	4	6	4

^a Cambio porcentual anual del IPC y del PIB, respectivamente.

^b Un número de 1 (6) indica el nivel más bajo (alto) de la variable o del coeficiente de variación (c.v., calculado como la razón entre la desviación estándar y la media).

Fuente: Cálculos propios con base en datos del FMI.

Colombia adoptó el patrón oro y mantuvo una tasa de cambio fija (y estable) hasta 1949. En 1951 sus objetivos fueron ampliados para incluir no sólo la estabilidad en los precios sino también el "desarrollo

económico". A principios de los sesenta el Banco fue nacionalizado y en 1963 se creó la Junta Monetaria. Conformada solamente por funcionarios gubernamentales y por un gobernador nombrado por

Cuadro 5. TÉRMINOS DE INTERCAMBIO EN AMÉRICA LATINA

País	Variable	1960-1969	1970-1979	1980-1989	1990-1996
Argentina	Coefficiente de variación	0,16	0,20	0,21	0,14
	<i>Orden^a</i>	6	3	3	6
Brasil	Coefficiente de variación	0,07	0,09	0,13	0,12
	<i>Orden^a</i>	2	1	2	5
Chile	Coefficiente de variación	0,08	0,26	0,09	0,04
	<i>Orden^a</i>	3	5	1	3
Colombia	Coefficiente de variación	0,11	0,22	0,31	0,03
	<i>Orden^a</i>	4	4	6	2
México	Coefficiente de variación	0,14	0,18	0,22	0,03
	<i>Orden^a</i>	5	2	4	1
Venezuela	Coefficiente de variación	0,04	0,43	0,25	0,10
	<i>Orden^a</i>	1	6	5	4

^a Un número de 1 (6) indica el valor más bajo (alto) de la variable o del coeficiente de variación.

Fuente: FMI, "Supplement on Trade Statistics", series suplementarias, 15 y Banco Mundial, "World Development Indicators on CD-Rom", 1997.

Cuadro 6. FASES DEL BANCO CENTRAL EN COLOMBIA

Período	Naturaleza de la Junta	Principal objetivo
1923-1951	Privado e independiente del gobierno	Estabilidad de precios
1951-1963	Privado e independiente del gobierno	Estabilidad de precios y desarrollo económico
1963-1991	Oficial y dependiente	Manejo monetario, cambiario y crediticio
1991-	Oficial e independiente del gobierno	Estabilidad de precios

Fuente: Meisel (1996)

el Gobierno, a la Junta se le dio el control monetario, crediticio y cambiario¹⁴.

La Constitución de 1991 revisó por completo el régimen del banco central. El Banco de la República

fue organizado como una institución autónoma del Estado, independiente del Gobierno, con el único objetivo de lograr la estabilidad de precios. Su Junta Directiva está encargada de las políticas monetaria, crediticia y cambiaria. Está constituida por siete miembros: el Gerente del Banco, el Ministro de Hacienda y cinco miembros de dedicación exclusiva, nombrados por el Gobierno por un período fijo.

¹⁴ Como se menciona más adelante, en la práctica el papel de la Junta en la determinación de la tasa de cambio fue limitado.

En 1967 Colombia adoptó un sistema de minidevaluaciones conocido como *crawling peg*. Todo lo que se mencione sobre la estabilidad en las variables económicas colombianas tiene que tomar en cuenta el hecho que desde 1967, y por lo menos hasta 1991, se mantuvo el mismo régimen cambiario¹⁵. La estabilidad del sistema cambiario ha coincidido con una notoria estabilidad institucional. El Cuadro 7 muestra que desde 1960 el banco central ha tenido sólo seis gobernadores, con un promedio de duración en el cargo de 6.5 años, muy por encima del promedio regional sugerido en el Cuadro 8, tomado de Cukierman (1992). Si la tenencia del Gerente del banco central ha sido notoria, ésta palidece en comparación a la del Gerente General de la Federación Nacional de Cafeteros (Fedecafé). Desde 1937 Fedecafé ha tenido tan solo tres gerentes generales.

3. El mecanismo de distribución de los ingresos cafeteros

Durante la primera mitad del Siglo XX los cafeteros y el Gobierno reconocieron que era de mutuo

Cuadro 7. TIEMPO EN EL CARGO DEL GERENTE DEL BANCO CENTRAL DE COLOMBIA

Fecha de posesión	Nombre	Tiempo en el cargo (años)
Diciembre 15-1960	Eduardo Arias	8,8
Octubre 22-1969	Germán Botero	8,8
Agosto 24-1978	Rafael Gama	4,0
Agosto 26-1982	Hugo Palacios	3,1
Septiembre 26-1985	Francisco Ortega	7,4
Febrero 22-1993	Miguel Urrutia	
Promedio del tiempo en el cargo		6,4

Fuente: Banco de la República.

¹⁵ En 1987 el banco central organizó un seminario internacional para conmemorar los 20 años del Estatuto Cambiario, la legislación que en 1967 sentó las bases para el sistema de *crawling peg*.

Cuadro 8. TASA DE ROTACION DE LOS GERENTES DEL BANCO CENTRAL

País	Tasa de rotación ^a
Argentina	0,93
Honduras	0,13
Costa Rica	0,58
Chile	0,45
Colombia	0,20
México	0,15
Panamá	0,24
Brasil	1,33
Uruguay	0,48
Venezuela	0,30
Tasa promedio	0.48

^a Cambios porcentuales por año.

Fuente: Cukierman (1992).

interés estabilizar el flujo de los ingresos provenientes de la exportación de café. Para lograrlo, dos decisiones fueron adoptadas simultáneamente. En el frente externo, Colombia decidió apoyar vigorosamente acuerdos multilaterales buscando la regulación de los precios y las cantidades en el mercado mundial a través del Acuerdo Internacional del Café (AIC). En el frente doméstico, desde los años cuarenta el Gobierno y el sector cafetero iniciaron una revisión del esquema de estabilización. Bajo este mecanismo, el Gobierno colocó un impuesto a las exportaciones de café, en tasas variables relacionadas con los precios mundiales y la tasa de cambio, transfiriendo los recaudos a un fondo de estabilización (el Fondo Nacional del Café o FNC), administrado por Fedecafé¹⁶. A su turno, Fedecafé utilizó los recursos del FNC para financiar la acumulación de inventarios durante los períodos de alta oferta mundial y para garantizar un precio mínimo a los productores cuando los precios mundiales estuvieran bajos. Los recaudos por encima o por abajo de aquellos requeridos para estos propósitos eran retenidos por el FNC. En períodos de precios mundiales muy altos, el Gobierno y los ca-

feteros acordaron trasladarle parte de sus recursos al Tesoro Nacional.

El FNC fue ampliamente exitoso en su papel estabilizador. La relación entre precios pagados a los productores y precios externos determinaron una tasa de cambio implícita aplicable al café. Durante 1950-1988 esta tasa implícita fue más estable que la tasa de cambio real efectiva (Ocampo, 1989). El precio pagado a los cafeteros, y no la tasa de cambio, se convirtió en la variable política que más afectó al productor¹⁷. Desde luego, la sostenibilidad de elevados precios a los productores se fortaleció con una tasa de cambio débil (depreciada).

Esto resalta el hecho que el sector caficultor pudiera conseguir sus objetivos a través de ajustes en otras variables, siempre que la tasa de cambio no estuviera excesivamente desalineada. Cuando esto último ocurría -arriesgando la estabilidad financiera del FNC- el sector cafetero hacía sentir su voz. Los representantes del sector cafetero tenían formas de obtener tasas de cambio efectivas estables sin quedar ellos mismos involucrados en controversias públicas sobre política cambiaria (Urrutia, 1981). Probablemente Nelson et al. (1971, p. 251) describieron

¹⁶ Esta es una explicación muy esquematizada. Los impuestos a las exportaciones de café tomaron varias formas (frecuentemente complicadas), cubriendo desde tasas de cambio menos favorables aplicables a las exportaciones de café, hasta impuestos directos con destino al Tesoro Nacional. Otros impuestos fueron recaudados sobre la producción cafetera o las exportaciones, asignados para ser utilizados solamente en las regiones productoras de café. Finalmente, existía la "retención cafetera", una obligación aplicada a las exportaciones de café. En un principio fue diseñada para financiar los inventarios de café resultantes del AIC, pero en la práctica tenía un alcance más amplio, i.e. absorber cambios en precios externos y en la tasa de cambio una vez se habían fijado los precios internos del café.

¹⁷ A pesar de este hecho, Cárdenas y Partow (1998) recientemente han aportado alguna evidencia econométrica en el sentido que el precio interno del café no depende de ciclos electorales ni partidistas.

todo esto de la mejor manera: "el sector cafetero estaba más inclinado a utilizar su influencia política para cambiar el precio interno del café y la tasa de cambio diferencial -política específica al sector cafetero- que a hacer lobby por una tasa de cambio más depreciada, una estrategia que lo pondría en conflicto directo con otros grupos de interés".

4. El papel de los tecnócratas

Algunos autores han enfatizado el papel de los tecnócratas en el proceso de toma de decisiones en Colombia. Ciertamente, éste no fue siempre el caso. Rivera (1976) argumenta, persuasivamente, que a principios de los años sesenta los tecnócratas colombianos no eran considerados tan valiosos como sus contrapartes latinoamericanos. Cuando se realizó su papel en la formulación de políticas durante la administración Lleras (1966-1970), fueron vehementemente antagonizados por los políticos.

Edwards (1995, p. 117, nuestro énfasis) también ha resaltado el papel de los tecnócratas al explicar la relativa estabilidad económica colombiana. Según él, "Fedesarrollo (una institución de investigación privada) ha sido el semillero intelectual de un asombroso y alto número de personas encargadas de la política económica. Podría argumentarse que la posición bipartidista y no ideológica de Fedesarrollo es un buen reflejo del pacto implícito colombiano, de acuerdo al cual el poder lo comparten los liberales y conservadores".

Fedesarrollo ha sido el hogar de muchos formuladores de política económica en Colombia. Quizás más interesante que su influencia, es su orientación no partidista. De sus nueve directores, 5 han sido liberales, 3 conservadores y 1 independiente (Cuadro 9). En todos los casos menos en uno, el director ha tenido afiliación partidista distinta a la del gobierno de turno. Son las mismas personas, algunas ve-

Cuadro 9. ORIENTACION PARTIDISTA DE LOS DIRECTORES EJECUTIVOS DE FEDESARROLLO

Director Ejecutivo	Orientación partidista	Orientación partidista del gobierno de turno
Rodrigo Botero	Liberal	Conservador
Roberto Junguito	Conservador	Liberal
Carlos Caballero	Liberal	Conservador
José Antonio Ocampo	Liberal	Conservador-liberal
Guillermo Perry	Liberal	Liberal
Miguel Urrutia	Conservador	Liberal
Eduardo Lora	Independiente	Liberal
Mauricio Cárdenas	Conservador	Liberal
Juan José Echavarría	Liberal	Conservador

Fuente: Fedesarrollo

ces actuando como funcionarios del gobierno, otras veces como analistas independientes. Puede argumentarse que la institución es un facilitador para lograr consensos, no tanto por su poder intelectual, sino porque internaliza de forma creíble las opciones de política que resultan políticamente viables.

Para bien o para mal, los tecnócratas colombianos, sin distinción de afiliación partidista, frecuentemente han estado inclinados a lograr amplios consensos en materia de política económica. Por ejemplo, a principios de 1978, en el apogeo de la bonanza cafetera y en medio de una amplia acumulación de reservas, la Asociación Bancaria llevó a cabo un simposio. Wiesner (1978) reporta que de los diecisiete jóvenes economistas que expresaron sus puntos de vista durante la discusión, sólo uno de ellos sugirió la conveniencia de eliminar el control de cambios. El resto, de una u otra manera, apoyó el entonces aceptado paradigma económico-político: sin controles de cambios, la economía entraría de manera reiterativa en ciclos de "pare-siga" que reducirían el crecimiento, afectarían a las industrias exportadoras y promoverían la salida de capitales. Las palabras de estos economistas no eran simplemente aquellas de la academia. De los diecisiete oradores,

seis eventualmente llegarían a ser ministros de hacienda, tres ostentarían la posición de ministros en otras áreas económicas y siete llegarían a ser asesores de la Junta Monetaria o miembros de su institución sucesora, la Junta del Banco de la República. Solamente en los años noventa comienza a disiparse esta tendencia de consensos.

5. Uniones sindicales

El movimiento sindical en Colombia no parece ser muy importante. Mientras que en 1965 cerca del 16% de la fuerza laboral pertenecía a una organización sindical, ese número bajó a 9.3% en 1984 y a solamente 7.8% en 1990. El número de afiliados es bajo y escasamente ha aumentado (Cuadro 10).

En 1990 la actividad económica que tuvo el más alto porcentaje de trabajadores sindicalizados fue la de servicios públicos, con una tasa de afiliación del 42%. Las tasas de afiliación eran del orden de 1,5% en el sector agrícola y 8,2% en el manufacturero. La importancia del movimiento sindical se restringe al sector público y aún allí los porcentajes han disminuido (Cuadro 11).

Naturalmente, la verdadera relevancia del movimiento sindical puede diferir de lo sugerido por el número de afiliados. A ese respecto, Wiesner (1998)

Cuadro 10. SINDICALIZACIÓN

Año	Tasa de sindicalización ^a	Número de sindicatos	Número de miembros
1939	2,80	571	76.274
1947	5,50	809	102.023
1965	15,80	892	165.595
1980	15,70	3.781	600.000-700.000
1984	9,32	2.172	873.442
1990	7,80	2.265	880.155

^a Fuerza laboral sindicalizada como % del total.

Fuente: Urrutia (1976), Londoño (1986) y Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

Cuadro 11. TASA DE SINDICALIZACIÓN POR SECTOR ECONÓMICO

Sector	1984	1990
Agricultura	1,8	1,5
Minería	12,7	4,9
Industria manufacturera	8,1	8,2
Servicios públicos	53,2	42,0
Construcción	3,9	3,0
Comercio	3,0	2,6
Transporte y telecomunicaciones	51,4	27,4
Intermediarios financieros	12,8	14,3
Servicios	19,6	18,4
Total	9,3	7,8

Fuente: Ministerio de Trabajo y Seguridad Social.

argumenta que la consecución de rentas económicas (*rent-seeking*) por parte de los sindicatos en servicios públicos claves -salud y, especialmente, educación- ha jugado un papel crucial en retardar la adopción de importantes reformas estructurales.

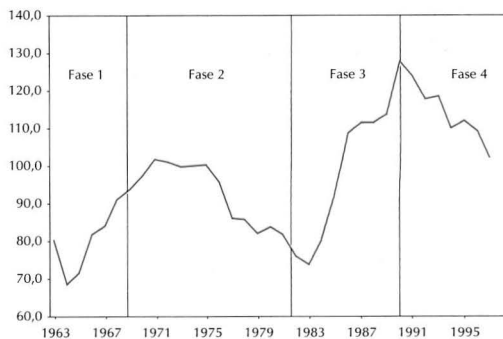
III. FASES EN LA POLÍTICA CAMBIARIA

En esta sección se analizan la política cambiaria y los elementos de economía política que la influenciaron desde los años sesenta. Se argumenta que la estabilidad del régimen cambiario después de 1967 estuvo acompañada de manera sistemática de la calibración de otras variables. Cuando la estabilidad de la política cambiaria no estaba justificada por las condiciones económicas, su mantenimiento era el resultado de compromisos encaminados a proteger a los grupos afectados. En virtud a las condiciones políticas y a las instituciones descritas anteriormente, estos compromisos pudieron hacerse de una manera más bien creíble.

A. Fases de la tasa de cambio real

El Gráfico 1 reporta un índice de tasa de cambio real efectiva para Colombia entre 1962 y 1997.

Gráfico 1. COLOMBIA: FASES DE LA TASA DE CAMBIO REAL (1975 = 100)



Fuente: Cálculos de los autores con base en Banco de la República.

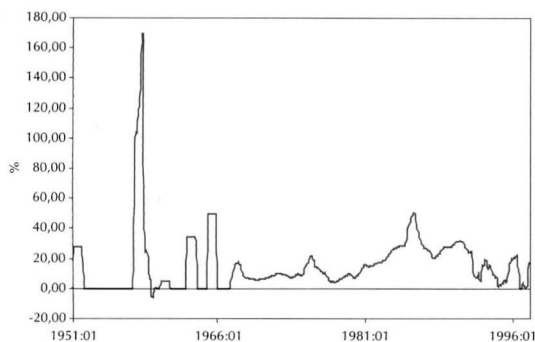
Desde principios de los años sesenta existieron a grandes rasgos cuatro períodos, dos cuando la tendencia general de la tasa de cambio fue hacia la depreciación (1962-70 y 1983-90) y dos cuando la tendencia general fue hacia la apreciación (1970-82 y 1990 - en adelante). El Gráfico 2 muestra la tasa nominal de devaluación correspondiente. A continuación se analizan estas fases y se discute la reacción del sector privado al manejo cambiario.

1. Fase 1: Los años sesenta. Inestabilidad y controles de cambios

Hasta 1967 la inestabilidad en la generación de divisas por exportaciones y las deficiencias periódicas en la política económica doméstica llevaron al establecimiento de nuevas paridades. Colombia experimentó tres de tales episodios durante los años sesenta. Los resultados insatisfactorios de los primeros dos preparó el camino para introducir mecanismos menos ad-hoc para manejar la tasa de cambio.

El primer episodio tuvo lugar en 1962. Debido a una significativa apreciación real, acumulada a través de algunos años, la necesidad de un ajuste de la

Gráfico 2. TASA ANUAL NOMINAL DE DEVALUACION (1951-1997)



Fuente: Banco de la República.

paridad era evidente. La manera en que el ajuste debería llevarse a cabo conllevó a acaloradas discusiones, tanto en el Congreso como dentro de la administración. Después de varios meses, finalmente se llevó a cabo el cambio, acompañado de una política monetaria laxa y un aumento salarial promovido por el Ministro de Trabajo. La inflación eliminó la mayoría de los efectos del cambio en la paridad¹⁸. Memorias del embrollo de 1962 persistieron por largo tiempo, complicando el manejo de la siguiente crisis, como lo resumió Díaz-Alejandro (1976, p. 195):

"...la memoria del impacto de la devaluación constituyó un gran obstáculo para aquellos que trataron de usar una tasa de cambio más flexible como instrumento de política. El evento de 1962 era un ejemplo de texto de cómo no manejar una devaluación. El sentimiento de la mayoría de los colombianos fue reflejado con exactitud

¹⁸ El Congreso acrecentó el daño por medio del otorgamiento de incrementos salariales generales por encima de aquellos decretados por la rama ejecutiva. A pesar del aumento de la inflación, durante 1963 los salarios reales fueron 7% superiores a los de 1962. Ver Díaz-Alejandro (1976) y Ocampo et. al. (1987).

por el entonces Presidente Valencia, quien a lo largo de 1963 y 1964 prevendría a sus consejeros económicos de que no mencionaran aquella abominable palabra en su presencia..."

El segundo episodio tuvo lugar entre 1965-66. No obstante la persistente escasez de divisas, el banco central defendió una tasa fija, al tiempo que expandió el crédito doméstico¹⁹. La resultante pérdida de reservas se tornó insostenible, llevando a la adopción de rigurosas restricciones cuantitativas a las importaciones. En octubre de 1964 el banco central decidió dejar que el mercado determinara la tasa de cambio, la cual se depreció casi 90 por ciento. Solamente fue fijada nuevamente en la segunda mitad de 1965. Las restricciones cuantitativas fueron eliminadas nuevamente y los aranceles aumentaron para frenar la demanda por importaciones. Un acuerdo de *stand-by* fue acordado con el FMI.

A mediados de 1966, durante la administración Lleras (1966-70), prácticamente todas las importaciones habían sido liberadas de requisitos de licencias previas. Sobrevino un *boom* de importaciones. Con los precios del café disminuyendo, nuevamente se había desarrollado un gran déficit en cuenta corriente²⁰. El objetivo de reservas del *stand-by* no se había logrado y el FMI presionaba por una nueva devaluación. El fiasco de 1962 todavía se encontraba fresco en la mente de los nuevos formuladores de la política, quienes temían que, sin instrumentos monetarios y fiscales efectivos, un nuevo cambio en la paridad simplemente sería

¹⁹ Entre los mayores componentes de esta expansión del crédito interno se encuentran los préstamos a Fedecafé (Gómez, 1978).

²⁰ Las importaciones aumentaron 39% en 1966; el déficit en cuenta corriente alcanzó 5.3% del PIB (García-García y Jayasuriya, 1997).

el inicio de otro ciclo de "pare-siga" (López, 1987a). El resultado final fue el rompimiento de las negociaciones con el Fondo. El Presidente actuó para enlistar apoyo doméstico a la posición del gobierno, emitió una legislación de emergencia, imponiendo controles de cambio comprehensivos y restableciendo las restricciones cuantitativas a las importaciones. Luego persuadió al Congreso para que le otorgase poderes especiales para legislar sobre temas cambiarios²¹. El 22 de marzo de 1967 la administración Lleras emitió el Decreto Ley 444 - el cuál llegó a conocerse como el "Estatuto Cambiario"- que se convertiría en la legislación básica que gobernaría la política de tasa de cambio durante el siguiente cuarto de siglo.

El nuevo régimen cambiario estableció controles de gran alcance. Todos los ingresos de divisas tenían que ser entregados al banco central, quien, a su turno, los vendía solamente a aquellos que demostraban una "necesidad aceptable". Los múltiples esquemas de tasa de cambio fueron reemplazados por una tasa unificada la cual estaría vigente durante los siguientes 9 años²². En su lugar, mecanismos más transparentes fueron adoptados: la tasa de cambio diferencial para el café fue sustituida por un impuesto ad-valorem; se ofrecieron subsidios directos a las exportaciones no tradicionales; y un esquema de crédito subsidiado, financiado con un sobrecosto a las importaciones, fue establecido para las exportaciones no tradicionales. La tasa de cambio nominal fue movida en tándem con tasas de inflación descendientes, estas últimas logradas gracias a

²¹ Un recuento detallado de la evolución de los debates en el Congreso aparece en López (1987c).

²² Inicialmente, un sistema temporal de dos niveles fue establecido: uno para la mayoría de las transacciones, el cual se ajustaba periódicamente, y otro que se limitaba a las transacciones de capital, el cual se fijaba a un nivel más depreciado. Se acordó que cuando coincidieran las dos tasas, este sistema debería desaparecer, lo cual ocurrió 15 meses después.

disciplina en las políticas fiscal y monetaria. Mientras la tasa de cambio real se depreciaba, las exportaciones no tradicionales se incrementaron, las importaciones se controlaron y la balanza de pagos arrojó un superávit. El crecimiento volvió a estar por encima del 6% anual. Aunque la protección para la producción doméstica aumentó en comparación con los niveles de 1966, la política de sustitución de importaciones fue dejada a un lado.

2. Fase 2: Los años setenta. Bonanza cafetera y entradas de capitales

En julio de 1975 las heladas en Brasil destruyeron los cultivos de café, causando que los precios mundiales se quintuplicaran, tornando de repente al peso subvaluado respecto a la tasa de cambio (manejada) existente. El gobierno se opuso a modificar su política de tasa de cambio ya que percibía el *shock* como transitorio. Las restricciones cambiarias y a las importaciones fueron mantenidas, mientras que otras políticas fueron orientadas a aumentar el ahorro y a esterilizar el aumento en las reservas²³. La decisión política de trasladarle los ingresos provenientes del *boom* a los cultivadores de café, a través de mayores precios internos del grano -una variable tradicionalmente controlada por el gobierno- hizo que la política económica se volviera insostenible²⁴. La presión hacia la apreciación de la moneda fue acentuada por una oferta creciente de capital extranjero, disponible a través del reciclaje de los superávits de los países exportadores de petróleo.

Para atender las contradicciones de la política económica, se instauraron tasas de cambio múltiples

²³ Banco de la República, agosto, 1976.

²⁴ Esta decisión política fue resumida en una frase hecha famosa por el Presidente López: "La bonanza es de los cafeteros". Toda la política económica tendría que partir de este dictamen. Ver Ocampo y Revéz (1980).

con una tasa más competitiva aplicada a las exportaciones no tradicionales, mientras un vasto arreglo de controles administrativos fue implementado para confrontar la inflación creciente y la entrada de capitales²⁵. La inflación sobrepasó el 30% a principios de 1977 y llegó a sobrepasar el 40% hacia mediados de ese año. La política monetaria contraccionista atrajo aún más capitales y el banco central intentó mantenerlos bajo control a través de incómodas restricciones administrativas a los préstamos en moneda extranjera²⁶. El amplio arsenal de medidas de intervención directa, complementadas con una dosis de restricción fiscal, finalmente disminuyó el ímpetu inflacionario. Una clara señal fue enviada en el sentido que el gobierno no toleraría un aumento dramático en la inflación. En suma, entre 1975 e inicios de 1978, la bonanza cafetera llevó a una apreciación real del peso superior al 20 por ciento²⁷.

Para 1978 los precios del café habían disminuido, pero el ingreso por concepto de exportaciones de café permaneció alto ya que los volúmenes de exportación aumentaron significativamente (Caballero,

²⁵ Para una férrea defensa de esta combinación de políticas, ver Sarmiento (1978).

²⁶ Se mantuvieron las restricciones cuantitativas bajo el pretexto que la baja elasticidad precio de las mismas precluía la búsqueda de la estabilidad en los precios internos mediante el incremento en la disponibilidad de bienes extranjeros (Sarmiento, 1978).

²⁷ Casi una década más tarde, durante 1986, los precios mundiales del café se dispararon nuevamente, esta vez debido a sequías en Brasil. Este cambio repentino movió nuevamente las variables fundamentales en dirección de una moneda más apreciada. Sin embargo, en esta ocasión, y en contraste con el episodio de 1975-77, se llegó a un acuerdo más claro entre el gobierno y los productores de café, para evitar aumentos drásticos en los precios internos del grano. El excedente resultante de los caficultores fue entonces en gran medida ahorrado y su contraparte financiera fue invertida en bonos de mediano plazo respaldados por el gobierno. Como resultado, el gasto interno fue controlado y la tasa de cambio real no se apreció significativamente, como había sucedido en 1977-78.

1987)²⁸. La apreciación de la moneda continuaba siendo reforzada por los abundantes recursos financieros disponibles en el mercado internacional y por la creciente participación de Colombia en el mercado de drogas ilícitas (García-García y Jaysuriya, 1997). La administración que tomó posesión en 1978 entendió que la abundancia de divisas era un acontecimiento de largo plazo y apoyó un régimen cambiario más liberal, una posición consistente con el objetivo de aumentar la inversión pública, financiada con crédito externo. Los mayores niveles de inversión pública deterioraron la posición fiscal de un virtual equilibrio en 1978 a un déficit del 6% del PIB en 1982. En la medida en que las restricciones cuantitativas fueron reducidas, las importaciones alcanzaron niveles récord y la cuenta corriente cambió de un superávit de 1.4% del PIB en 1978 a un déficit de 7.4% en 1982. Mientras tanto, el crecimiento del PIB disminuyó de alrededor de 8,5% en 1978 a menos de 1% en 1982.

3. Fase 3: Los años ochenta. La crisis de la deuda

En agosto de 1982, tan solo unas semanas antes de que México declarara la moratoria de su deuda externa, se posesionó en Colombia la administración liderada por el conservador Betancur (1982-86), en medio de una significativa recesión económica. Prioritaria en la agenda del nuevo gobierno se encontraba la "reactivación" de la economía, sin reconocer el hecho de que había sucedido un cambio fundamental en el ambiente externo con el virtual cierre del mercado internacional de capitales. Las autoridades no percibieron que, bajo las nuevas

²⁸ Los altos precios internos ofrecieron el incentivo para modernizar los cultivos de café, aplicar mayores cantidades de mano de obra para el mantenimiento del cultivo e intensificar el uso de fertilizantes. Como resultado, la producción pasó de cerca de 8 millones de sacos en 1975 a cerca de 13 millones en 1980 y las exportaciones, de cerca de 7 a 11 millones de sacos en el mismo período. Ver Junguito y Pizano (1991).

circunstancias, la financiación de los déficit fiscal y externo no era viable²⁹. No resulta sorprendente que el banco central comenzara rápidamente a perder reservas.

La tasa de cambio real se había apreciado significativamente entre 1975 y principios de los años ochenta (ver Gráfico 1). Para finales de 1982 no existía una decisión clara acerca del rumbo a seguir. Como lo señalan Montenegro (1997) y Palacios (1997), muchos analistas estaban recomendando políticas expansionistas. Por ejemplo, Fedesarrollo insistió en la necesidad de estímulos fiscales, mientras el Departamento de Planeación defendió la canalización de recursos hacia la construcción de vivienda. Sólo unas escasas voces en el sector privado, y menos aún en el sector público, insistieron en la necesidad de buscar un ajuste del tipo de cambio hacia la paridad antes de intentar estimular la demanda agregada.

En la medida en que el crédito externo se acababa y la economía llegaba a una virtual parálisis, aumentó la presión por facilitar recursos para aliviar los problemas de flujo de caja de muchas firmas (particularmente industriales). La Junta Monetaria puso a disposición mayor crédito subsidiado, el cual sería utilizado por el sector privado para cancelar deuda externa y, por otros, para tomar posiciones largas en dólares. Dicha política evidentemente aceleró la pérdida de reservas. El banco central expresó públicamente su preferencia por una corrección gradual de la sobrevaluación a través de un aumento en la tasa de devaluación y favoreció los subsidios a las exportaciones y las restricciones

cuantitativas como mecanismos temporales, hasta que la competitividad estuviera restaurada³⁰. Como reflejo de la desaceleración económica, las cuentas fiscales se deterioraron, a pesar de un drástico aumento en los impuestos. Mientras que los créditos externos disminuían, el banco central impulsó medidas para restringir aún más la venta de divisas, excepto para las necesidades más básicas.

A principios de 1984 era evidente que sin el apoyo de las instituciones financieras internacionales, se recortarían aún más las fuentes de crédito externo. Por lo tanto, la administración modificó drásticamente el curso de la política; se ingenió un ajuste fiscal significativo y alcanzó un acuerdo de monitoreo con el FMI. Los subsidios a las exportaciones fueron reducidos drásticamente, mientras que el ritmo de devaluación se aceleró. A finales de 1985 la tasa de cambio real se había depreciado más de 30 %, los flujos de crédito comercial se habían normalizado, las reservas internacionales comenzaron a aumentar y las restricciones a las importaciones fueron gradualmente reducidas a los niveles pre-crisis. Colombia había logrado evitar la declaratoria de moratoria de su deuda externa.

4. Fase 4: Los años noventa. Afluencia de capital

Después del ajuste de 1985, la tasa de cambio real permaneció relativamente estable hasta mediados de 1989, cuando el colapso del AIC llevó a las autoridades a esperar una importante disminución en los precios del café. Surgió entonces la necesidad de contar con una tasa de cambio más depreciada. Además, el gobierno entendió la urgencia de reducir la oposición a la eliminación de las restriccio-

²⁹ En un artículo de extraordinaria honestidad, Hugo Palacios, el entonces Gerente General del banco central, presenta una lúcida evaluación de los desatinos en la política económica de esa época. Ver Palacios (1997).

³⁰ El Presidente Betancur, Ministro de Trabajo durante la devaluación e inflación salarial de 1962, fue más bien reticente a considerar un ajuste de la tasa de cambio.

nes cuantitativas mediante la búsqueda de una moneda más débil. Como resultado, el ritmo de devaluación fue acelerado mientras que el gobierno se comprometió a apretar la política fiscal y a liberalizar gradualmente el comercio. En realidad, la posición fiscal no resultó tan ajustada como se había acordado y la liberalización comercial se dio más lentamente de lo previsto. Además, desde 1989 el mercado internacional de capitales estaba "olvidando" la crisis de la deuda. Las autoridades fueron lentas en reconocer este cambio en el ambiente externo. Adicionalmente, las exportaciones de café no disminuyeron, ya que el aumento en los volúmenes compensaba la caída en los precios. Consecuentemente, mientras las fuerzas del mercado se estaban moviendo en la dirección de una apreciación real de la moneda, el gobierno y el banco central estaban buscando una depreciación. Esto no difiere de lo que sucedió en 1975 cuando la apreciación real se dio por la vía de una aceleración en la inflación.

Las reformas estructurales también tendieron a apreciar el peso. Primero vino la autorización de un mercado "libre" para las transacciones de divisas, por debajo de cierto límite. Aunque el mercado "oficial" continuaba operando, la existencia de un segmento no regulado eliminaba efectivamente el control de cambios. Luego vino la aprobación de una amnistía fiscal para los recursos de capital que habían sido mantenidos en el extranjero por nacionales colombianos³¹. Estos cambios promovieron la repatriación de capitales fugados. Finalmente, la liberalización del comercio debió depreciar la tasa de cambio de equilibrio pero produjo temporal-

mente el efecto opuesto, en la medida en que el anuncio de reducciones graduales en los aranceles impulsó a los importadores a aplazar sus compras en el extranjero.

Las entradas de capitales continuaron ejerciendo presión sobre la tasa de cambio. Para finales de 1991 era evidente que la política de esterilización había resultado inútil, ya que el ajuste fiscal, que pudo haberla hecho una proposición viable, no estaba avicinándose³². Con el objeto de generar una apreciación nominal, las autoridades, nuevamente como en 1977, hicieron uso de los certificados de cambio. De hecho, el banco central estableció una banda cambiaria, al establecer puntos de intervención para sus transacciones por certificados. Una banda fue adoptada de manera explícita a principios de 1994.

B. Reacciones del sector privado al manejo de la tasa de cambio

Durante el período analizado, las reacciones de los diferentes sectores frente a la política cambiaria frecuentemente reflejaron la presencia o ausencia de medidas tendientes a compensar los efectos adversos de dicha política. Por ejemplo, durante los años setenta se adoptaron medidas compensatorias en favor del sector industrial (por medio del acceso al crédito externo preferencial), de las exportaciones no tradicionales (por medio de tasas de cambio preferenciales) y del sector agrícola (por medio del acceso a crédito local subsidiado), mientras que estos sectores recibieron poco alivio o tratamiento preferencial durante los años noventa. Como se observa a continuación, sus reacciones frente a po-

³¹ Las implicaciones éticas de esta política eran cuestionables, pero en general el enfoque recibió amplia aceptación. No obstante, persistía la preocupación de que tal medida facilitara el lavado de recursos de actividades relacionadas con el narcotráfico.

³² A pesar de que en suma el déficit del sector público no aumentó, el gasto público se incrementó de manera significativa, de 23,7% del PIB en 1990, a 26,9% en 1992 y 27,6% en 1994.

líticas cambiarias similares difieren sustancialmente justamente reflejando este hecho.

1. El sector manufacturero

Durante la bonanza cafetera de los años setenta, la asociación de industriales, Andi, no tomó posición respecto al nivel de tasa de cambio, debido a que, en gran parte, la misma afectó a las industrias de manera diferente. En cambio, la asociación buscó protección para la producción doméstica a través de aranceles a las importaciones y, especialmente, a través de restricciones cuantitativas a las importaciones, mientras impulsaba agresivamente el uso de subsidios directos y mecanismos de devolución de impuestos indirectos (*drawback*) para empresas exportadoras. La Andi reiteradamente previno en contra de la liberalización "indiscriminada" de importaciones e impulsó una política industrial que liberara por completo las importaciones de bienes de capital, mientras imponía aranceles y ajustaba las restricciones cuantitativas para las importaciones de bienes de consumo³³. Los requerimientos de la Andi coincidían ampliamente con la política del gobierno al menos hasta 1979. Esto se reflejó en el apoyo de los sectores industriales a la política económica durante la segunda mitad de los años setenta.

Las preferencias de los sectores manufactureros en cuanto a políticas económicas, sin embargo, parecían no ajustarse a las cambiantes circunstancias. Para 1984, cuando se cumplían casi dos años de transcurrida la crisis de la deuda, la Andi insistió en contar con mayores estímulos fiscales y advirtió en contra de los "peligros del ajuste fiscal". Abogaba por una expansión del gasto público financiado por el banco central, argumentando que la baja en las reservas creaba "espacio" para crédito del banco

³³ Ver particularmente la Revista de la Andi (24-27 de 1975; 28 y 32 de 1976).

central³⁴. La política defendida por el sector industrial fue exactamente la misma que había promovido (y el gobierno había adoptado) durante el período de acumulación de reservas de 1976-79³⁵. No obstante lo anterior, durante los primeros dos años de la administración Betancur, con una inminente crisis en balanza de pagos, las propuestas de la Andi fueron ampliamente implementadas.

Durante las primeras etapas del proceso de liberalización de importaciones iniciado en 1989, el sector industrial nuevamente favoreció las restricciones existentes y en repetidas ocasiones expresó su oposición a la idea que las restricciones cuantitativas pudieran ser reemplazadas por una nueva estructura arancelaria con una tasa de cambio más depreciada. La idea de permitir que la tasa de cambio reemplazara la protección directa a la producción doméstica fue desaprobada. Esta posición respecto de la política cambiaria cambió cuando, después de 1991, el sector industrial no pudo continuar neutralizando la liberalización de importaciones. Entonces, el sector abogó muy vocalmente por una tasa de cambio "competitiva"³⁶.

2. Los cafeteros

Durante el período de la apreciación real del peso en la segunda mitad de los años setenta, los cafeteros

³⁴ Ver Montenegro (1997), particularmente respecto a la posición adoptada por Fedesarrollo.

³⁵ Una excepción fue su propuesta de reestructurar la deuda pública externa y otorgar garantías para la deuda privada. Ninguna de estas propuestas prosperó: la deuda del sector público sería refinanciada de manera voluntaria y la del sector privado fue manejada a través de un mecanismo bajo el cual el riesgo cambiario fue removido y reemplazado por riesgo doméstico de tasa de interés. El mecanismo era aplicable sólo a aquellas deudas que los bancos aceptaran reestructurar de forma voluntaria. No impartía una garantía pública a las obligaciones privadas.

³⁶ Andi, número 107, 1991.

apoyaron la administración de la tasa de cambio y no se opusieron a la creación de un esquema de tasa de cambio dual, diseñado para reducir parte de sus ganancias. Hasta cierto punto esto refleja el hecho que las exportaciones de dicho sector eran la principal causa de la apreciación real del peso. Sin embargo, como se explicó anteriormente, los cafeteros, en lugar de argumentar por una política de tasa de cambio preferencial, concentraron sus esfuerzos de cabildeo en afectar otras variables que directamente influyen sobre sus ingresos. En contraste, para finales de 1991, cuando ajustes adicionales a variables no relacionadas con la tasa de cambio ya no eran posibles debido al rompimiento del acuerdo internacional del café, Fedecafé decidió liderar la vocería respecto a la persistente apreciación de la moneda. Esta inquietud fue manifestada nuevamente en 1993, en tanto que la situación financiera del FNC continuaba deteriorándose. En 1996, por la primera vez en décadas, Fedecafé adoptó una posición explícita respecto a la política cambiaria. En sus palabras, la apreciación era "la amenaza más seria jamás enfrentada por la industria cafetera"³⁷. Las propuestas de Fedecafé consistían en regresar al régimen que prevalecía antes de 1991 y en obtener subsidios temporales³⁸. Más notable que las propuestas de política es el hecho mismo que Fedecafé modificó su actitud tradicional de bajo perfil respecto a la política cambiaria.

3. El sector no exportador de café

Durante el período de apreciación de los años setenta, los exportadores de bienes no tradicionales (asociados a través de Analdex) no fueron particularmente vocales respecto del manejo de la tasa de cambio. Este silencio obedecía en gran medida a

³⁷ Informe del Gerente de la Federación Nacional de Cafeteros al Congreso Cafetero, diciembre, 1996.

las políticas mediante las cuales el gobierno intentó proteger las exportaciones no tradicionales de un peso revaluado. Como la Andi, los exportadores no cafeteros mostraron una clara preferencia por los subsidios, los cuales obtenían ya fuera a través del presupuesto o por el camino de tasas de cambio preferenciales³⁹. Analdex llegó a ser fundamental en el manejo de la tasa de cambio durante los años noventa, argumentando consistentemente a favor de una mayor devaluación⁴⁰, cuando se adoptaron políticas orientadas a dismantelar los esquemas de subsidios.

4. El sector agrícola

El sector agrícola no cafetero no siguió las preferencias proteccionistas del sector industrial. Las diferencias entre los dos sectores en cuanto a la política cambiaria fueron las que se esperaba a priori: una preferencia por la protección por parte del sector relativamente ineficiente, creado bajo la política de sustitución de importaciones, en contraste con el énfasis en el control de costos y en la eficiencia defendidos por el sector agrícola, más orientado a la exportación. Por tanto, a finales de los años setenta y a principios de los años ochenta la Sociedad

³⁸ Fedecafé señaló que históricamente, durante períodos de altos precios del café, el sector caficultor había realizado inmensas transferencias de recursos al resto de la economía. Era ahora el momento, argumentaban ellos no sin razón, de obtener reciprocidad, subrayando la difícil situación que enfrentaba el FNC mientras que en el resto de la economía (i.e. petróleo) el *boom* era evidente.

³⁹ Otra razón por la cual los exportadores no eran vocales acerca de la sobrevaluación del peso obedecía a que muchos de ellos estaban altamente endeudados en moneda extranjera (Urrutia, 1981).

⁴⁰ Argumentaron, por ejemplo, que la tasa de interés y los aranceles -los cuales no se tenían en cuenta en los cálculos de precios utilizados para estimar la tasa de cambio real, pero que habían aumentado más que la inflación general- eran costos significativos, enfrentados por los exportadores.

de Agricultores de Colombia (SAC) intercedió abiertamente por una tasa de cambio más depreciada como mecanismo para recobrar la competitividad y observó que la sostenibilidad de esta política dependía de la prudencia en el manejo fiscal. En contraste con la Andi, el sector agrícola cuestionó los beneficios de las restricciones a las importaciones, notando el sesgo antiexportador de tal política, y expresó escepticismo respecto a los subsidios como alternativa a una tasa de cambio competitiva. La SAC también defendió una fuerte postura anti-inflacionaria. De manera similar, en los años noventa, fue progresivamente crítica acerca de la apreciación real del peso. La SAC argumentó que se deberían haber impuesto controles a las entradas de capital para detener la tendencia revaluacionista y anotaba, con razón, que los ingresos provenientes de las exportaciones ilícitas de drogas estaban siendo introducidos al país a través de la cuenta de capital⁴¹.

4. Sector financiero

Es posible que como resultado de las restricciones draconianas impuestas por el DL 444/1967, a través de las cuales los flujos de capital fueron severamente restringidos por más de un cuarto de siglo, la Asociación Bancaria (Asociación Bancaria, AB⁴²) rara vez expresaba su opinión respecto al manejo de la tasa de cambio, excepto quizás por medio de documentos o conferencias de naturaleza académica. Cuando fueron levantados los controles de cambio

en los noventa, la AB llegó a ser más comunicativa en cuanto al manejo de la tasa de cambio. Comentando acerca de la revaluación del peso, la asociación de banqueros señaló que si los "fundamentales" habían apreciado la tasa de cambio real, entonces la política del gobierno era correcta, en el sentido de permitir que parte del ajuste fuese realizado a través de una revaluación nominal (con certificados de cambio) y no solamente a través de inflación. De todas maneras, la AB era crítica cuando se trataba de restringir entradas de capital mediante el establecimiento de un tope a las tasas de interés. La asociación argumentaba que tal política exacerbaría las expectativas revaluacionistas, estimulando aún más la entrada de capitales.

El banco central también cambió su posición durante los años noventa⁴³. Por primera vez en décadas, el Banco sostuvo que la preservación de la tasa de cambio real no continuaría siendo un objetivo primordial de la política. Desde el punto de vista del Banco, su nuevo estatuto, al colocar la estabilidad de precios como su objetivo principal, precluía un manejo activo de la tasa de cambio para preservar la tasa de cambio real⁴⁴.

Surgen entonces dos preguntas. Dada la tradición colombiana de moverse muy cautelosamente en el frente de las reformas políticas, ¿cómo fue posible

⁴¹ Vale la pena anotar que el tema del dinero ilícito del narcotráfico rara vez se mencionaba como un factor contribuyente de la apreciación del peso, a pesar del hecho que los ingresos anuales de este negocio probablemente llegaron a representar 5% del PIB durante los años ochenta y 2-3% a principios de los noventa (Steiner, 1998).

⁴² Revista Banca y Finanzas, no. 20 (abril 1991) y no. 23 (enero 1992).

⁴³ Otro problema, relevante en sí mismo, tiene que ver con que si las posiciones de política anunciadas coincidieron o no con las adoptadas en la realidad.

⁴⁴ Los cambios se extendieron a la Junta Monetaria. En las minutas de la Junta Monetaria correspondientes a finales de 1991, se documenta una discusión sobre la política cambiaria. Más notable que los temas discutidos en esa sesión fue el hecho que el tema hubiese sido materia de deliberación. Desde la creación de la Junta en 1963, las discusiones sobre política cambiaria tradicionalmente fueron llevadas a cabo entre el Gerente del banco central y el Ministro de Hacienda. Casi nunca era materia de análisis en el seno de la Junta.

implementar el ambicioso programa de reforma a finales de los ochenta y principios de los noventa, los cuales aparentemente eliminaban muchos mecanismos de compensación? Y segundo, ¿cómo era posible obtener una apreciación significativa de la tasa de cambio real, sin utilizar mecanismos compensatorios, como había sido el caso en experiencias previas?

Respecto a la primera pregunta, reflexiones interesantes aparecen en Edwards (1998). Se mencionan varias razones por las cuales el Presidente Gaviria se embarcó en un programa de reforma estructural: i) aun cuando Colombia no se encontraba en medio de una crisis económica, estaba atravesando severos disturbios políticos y sociales, en la medida en que los enfrentamientos con la guerrilla se intensificaban y se daba una gran ola narco-terrorista. En ese sentido, Colombia cumplía con el principio según el cual las reformas tuvieron como prerequisite una crisis [Bates y Krueger (1993) y Williamson (1994)]; ii) las instituciones multilaterales, sorprendentemente, fueron muy influyentes, en particular respecto a la promoción de la liberalización de importaciones; y iii) el proceso de reforma, al observarse más detenidamente, fue más bien incompleto y en ciertos aspectos ajustado para proteger a los grupos de interés más importantes⁴⁵.

Respecto a la segunda pregunta, dos aspectos merecen ser resaltados. Primero, las restricciones emanadas del GATT restringieron la posibilidad de uti-

⁴⁵ Muchos servidores públicos -incluyendo los poderosos sindicatos de maestros y del sector petrolero- fueron excluidos de la reforma laboral. Segundo, la reforma pensional no acabó con el fondo público de pensiones. Tercero, los aranceles de productos claves de la agricultura son determinados a través de un mecanismo de "bandas de precios", con aranceles incrementales a medida que disminuyen los precios internacionales. Cuarto, se le otorgó independencia al banco central, pero el Ministro de Hacienda es el Presidente de su Junta Directiva.

lizar subsidios como mecanismo compensatorio de una tasa de cambio fuerte y esta restricción fue reconocida públicamente. Segundo, y de manera más importante, la apreciación de principios de los noventa llegó después de un debilitamiento sustancial y deliberado del peso en 1989 y 1990 (Cárdenas y Steiner, 1997). Como se mencionó anteriormente, desde su inicio la subvaluación del peso fue parte integral de la liberalización comercial. Cualquier apreciación subsecuente resulta más aceptable si el punto de partida es una moneda débil.

IV. ANÁLISIS CUANTITATIVO Y EVIDENCIA EMPÍRICA

Habiendo descrito la política y las instituciones en la Sección II, la economía y las respuestas de economía política en la Sección III, en esta sección exploramos econométricamente los determinantes -tanto económicos como políticos- de la política cambiaria en Colombia.

En el contexto colombiano, existen varios estudios respecto a los determinantes de la tasa de cambio real y algunos respecto a los determinantes de la tasa de cambio nominal. Un resumen reciente de los más relevantes aparece en Cárdenas (1997). Mientras que las variables nominales, tales como la oferta monetaria relativa entre Colombia y Estados Unidos o índices de precios relativos, explican satisfactoriamente la tasa de cambio nominal, variables reales tales como los términos de intercambio y factores de productividad explican variaciones en la tasa de cambio real (TCR). Estos resultados son, por supuesto, apoyados por varias teorías acerca de la determinación de la tasa de cambio.

El trabajo econométrico más importante respecto a los determinantes políticos de resultados económicos es el de Escobar (1996). El mismo se enfoca

en el ciclo económico que rige las políticas fiscal y monetaria, sin referirse explícitamente al manejo de la tasa de cambio. Moreno (1998) reporta que la tasa de cambio real pareciera seguir un patrón definido, apreciándose durante todo un período presidencial. Dicho autor no elabora un análisis similar para la tasa de cambio nominal, la cual es, después de todo, la variable de control. Ambos autores utilizan datos anuales (1950-1995), frecuencia que quizás no es la ideal para analizar temas de ciclos económicos de carácter político (ver abajo)⁴⁶.

El propósito de esta sección es complementar el análisis usual de la determinación de la tasa de cambio por medio de la inclusión, además de las variables "fundamentales" usuales, de otras que pretenden capturar elementos de economía política. En la mayoría de los casos, utilizaremos variables *dummy*, i.e. para distinguir entre un gobierno liberal y uno conservador. En otros utilizamos variables continuas, i.e. los "incentivos fiscales para devaluar" (ver abajo).

La sección está dividida en tres partes. En la primera resumimos brevemente algunas consideraciones analíticas respecto a la economía política de la política económica en cuanto a las variables nominales. En la segunda nos enfocamos en la descripción estadística -a través de diferentes fases político/institucionales- de las variables dependientes y de algunas de las posibles variables explicativas. En la tercera parte presentamos los resultados de las estimaciones econométricas.

A. Motivación de variables *dummy* político/institucionales

La nueva literatura sobre economía política - ver Alesina (1994) para un resumen - sugiere la posible existencia de dos tipos de modelos de naturaleza política:

1. Ciclos económicos de carácter político

De acuerdo a modelos recientes de ciclos económicos de carácter político (Nordhaus, 1975, 1980) los partidos manipulan la política económica con el fin de maximizar sus posibilidades de reelección, estimulando la actividad económica en el preámbulo de las elecciones y estabilizándola posteriormente. Esta teoría es cuestionable y ha encontrado poca evidencia que la apoye. Rogoff y Sibert (1988) y Rogoff (1990) ofrecen un modelo en el cual las asimetrías de información entre el gobierno y los ciudadanos produce un ciclo económico de carácter político. De acuerdo a este modelo, el apoyo en las elecciones puede estar relacionado con el logro y reparto de beneficios de corto plazo por parte del gobierno⁴⁷. En este línea de la literatura, los gobiernos, con el fin de ganar las elecciones para su partido, manejan la economía de tal forma que la política es expansionista durante el último año de su mandato y contraccionista en el siguiente. En término de gobiernos de cuatro años, esto se puede expresar por una variable *dummy* que es -1 en el primer año, +1 en el último y 0 entre éstos.

Mientras que Nordhaus y Rogoff y Sibert se refieren principalmente a la política fiscal, las secciones II y III de este documento indican que en Colombia tal patrón quizás puede ser observado en la política cambiaria, bajo la hipótesis que, al menos desde 1967, una moneda débil parece ser una alternativa políticamente atractiva⁴⁸. Debe resaltarse el hecho que existe una importante diferencia en la dimensión temporal entre las políticas fiscal y de tasa de cam-

⁴⁶ Estudios descriptivos de la economía política de la tasa de cambio incluyen, entre otros, a Nelson et al. (1971), Díaz-Alejandro (1976) y Wiesner (1978).

⁴⁷ Estudios recientes sobre ciclos económicos de carácter político en América Latina incluyen los de Stein y Streb (1998, 1999).

bio. Mientras que la primera se puede aproximar satisfactoriamente por el presupuesto anual, la segunda no puede ser capturada con observaciones de baja frecuencia.

2. Teoría partidista

La formulación original de esta teoría se debe a Hibbs (1977). Alesina (1988) propuso un modelo alternativo en el cual los partidos son racionales y las diferencias en su comportamiento pueden ser adscritas a diferencias en las coaliciones partidistas subyacentes. En ambos casos la ideología es la fuerza que guía. Los partidos de izquierda privilegian el crecimiento sobre la estabilidad, mientras que los partidos a la derecha del centro favorecen una inflación baja. Empíricamente, si las variables dependientes están en términos nominales (i.e. la tasa de devaluación) la variable *dummy* es 0 durante un gobierno de centro derecha y 1 de lo contrario.

3. Otras variables *dummy* de carácter político

Adicional a los modelos anteriores, nuestra discusión previa sugiere que en el caso particular de Colombia otras variables *dummy* político/institucionales deben ser consideradas. Tal es el caso de diferenciar entre i) gobiernos del Frente Nacional y administraciones no pertenecientes al Frente Nacional, con el propósito de capturar el hecho que en el primero no existía competencia en la actividad política; ii) el régimen de tasa de cambio (fijo hasta 1967, *crawling peg* hasta 1993 y régimen de bandas deslizantes o *crawling band* desde entonces); iii) la naturaleza de la Junta del banco central (privado hasta 1963,

completamente controlado por el gobierno hasta 1991 e "independiente" desde 1991).

B. Análisis descriptivo a lo largo de distintas fases político/institucionales

Antes de presentar los resultados del análisis econométrico, resulta útil una breve descripción de la evolución de las variables dependientes. El Cuadro 12 utiliza datos mensuales para calcular el promedio anual de la tasa de devaluación nominal y de la tasa de cambio real. Queremos examinar si las variables consideradas muestran diferencias importantes a lo largo de cuatro de las cinco variables *dummy* político/institucionales mencionadas anteriormente⁴⁹.

Los datos en la tabla son bastante reveladores. Se observa que la tasa de devaluación ha sido mayor durante las administraciones conservadoras que durante las liberales y más alta después del acuerdo político del Frente Nacional. Además, fue similar durante el período de paridad fija (pero frecuentemente ajustada) que durante el *crawling peg*, y ha sido menor durante los años de *crawling band*. Finalmente, la devaluación nominal ha sido menor durante el período de un banco central independiente⁵⁰.

⁴⁹ Abajo, el modelo de ciclos económicos de carácter político es analizado utilizando datos mensuales, no promedios anuales basados en datos mensuales.

⁵⁰ Ciertamente, una historia similar, y quizás indistinguible, puede ser contada respecto a la inflación. En una economía altamente indexada, son obvios los vínculos (en ambas direcciones) entre inflación y devaluación. En el contexto de este trabajo, la ausencia de preocupación por la estabilidad nominal se refiere a la aceptación de una tasa de inflación alta y/o de una tasa de devaluación nominal elevada, independientemente de "cuál causa cuál". Somos muy conscientes que puede haber casos en los cuales una devaluación "viene primero" (i.e. como reacción a una disminución en los términos de intercambio) y otros en los cuales "viene de últimas" (i.e. un déficit fiscal puede ser monetizado, produciendo inflación e induciendo una depreciación nominal).

⁴⁸ Esta hipótesis contrasta con la intuición en Nelson et al. (1971, p. 248), de acuerdo a quienes "la identificación de la tasa de cambio con el prestigio nacional es un fenómeno encontrado virtualmente en todos los países. La devaluación nunca es popular para la mayoría de los electores, aunque pudiera resultar de interés para ciertos grupos minoritarios".

Cuadro 12. LAS FASES POLÍTICAS/INSTITUCIONALES DE LAS VARIABLES DEPENDIENTES (Promedio anual de datos mensuales)

Fase	Devaluación nominal	TCR (dic 86=100)
Modelo partidista		
Liberal	12,69	82,05
Conservador	19,88	71,81
Competencia política		
Frente Nacional (1958.08-74.07)	10,22	69,32
Post-Frente Nacional (1974.08-)	18,24	87,44
Régimen de tasa de cambio		
Fija (1951.01-67.03)	15,79	63,38
<i>Crawling peg</i> (1967.04-93.12)	16,84	82,89
<i>Crawling band</i> (1994.01-97.12)	9,98	94,78
<i>Crawling band</i> (1994.01.-94.12)	5,19	96,18
Junta del Banco Central		
Privada (1951.01-63.03)	15,52	62,69
Oficial (1963.04-91.08)	17,08	78,69
Independiente (1991.09-97.12)	11,43	98,16
Independiente (1991.00-94.12)	11,3	101,54

Fuente: Cálculos propios con base en el Anexo 2.

Respecto a la TCR (RER), ésta ha sido débil (más alta) durante las administraciones liberales y con posterioridad al Frente Nacional. Además, fue menor durante el régimen de tasa de cambio fija, coincidiendo con la naturaleza privada de la Junta del banco central. El Gráfico 1 señala que la TCR ha tenido una tendencia ascendente⁵¹. Siendo ese el caso, cualquier evento político/institucional que ocurriera a finales del período de estudio estará asociado con una tasa de cambio real más débil, todo lo demás constante. Esta tendencia al alza no es asunto de importancia ya que los ejercicios econométricos reportados más abajo utilizan la desviación de la TCR (*RER misalignments*) como variable dependiente.

⁵¹ Estimaciones no reportadas confirman que se trata de una variable no estacionaria.

C. Análisis empírico

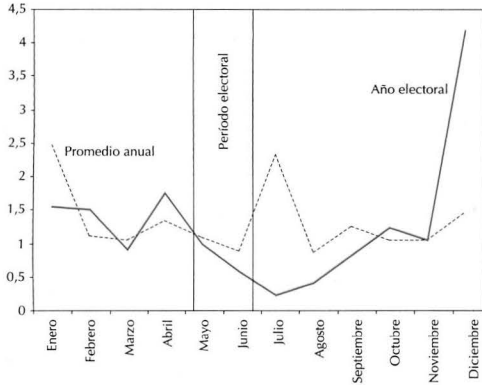
Antes de presentar las estimaciones econométricas, es interesante hacer referencia a la posible existencia de un ciclo económico de carácter político (CEP) en dos variables claves: devaluación nominal e inflación.

Los Gráficos 3 y 4 muestran el promedio (mensual) de la tasa nominal de devaluación y el promedio (mensual) de la tasa de inflación. Se identificó el mes exacto de cada una de las 10 elecciones presidenciales (desde 1958 hasta 1994). Las elecciones se llevaron a cabo ya sea en mayo o en junio ("período electoral" en los gráficos). Para ambas variables, dos promedios fueron calculados para cada mes del año: un promedio incluye todos los años de la muestra (i.e. todos los eneros desde 1958 hasta 1994, denominándose "promedio anual" en los gráficos); el otro promedio incluye solamente aquellos meses de años electorales (i.e. cada cuarto enero desde 1958 hasta 1994, denominándose "año electoral" en los gráficos).

De acuerdo a los gráficos, para ambas variables los meses que anteceden un período electoral son similares sin importar si se trata de un año electoral o no. Esto quiere decir que al controlar por elementos estacionales (lo que parece ser bastante relevante en el caso de la inflación), parece no existir un comportamiento particular de la política cambiaria o de la inflación en los meses anteriores a una elección.

Resulta interesante señalar que emergen diferencias en el patrón mensual de la política de devaluación en los meses *posteriores* a las elecciones. Los nuevos presidentes se posesionan a principios de agosto. El Gráfico 3 muestra que en un año electoral la tasa nominal de devaluación es *menor* que en un año promedio durante un período de 2-3 meses comprendido entre las elecciones y la posesión presi-

Gráfico 3. TASA MENSUAL DE DEVALUACIÓN (Año electoral vs. promedio anual) 1958-1998



Fuente: Cálculos de los autores con base en datos del Banco de la República.

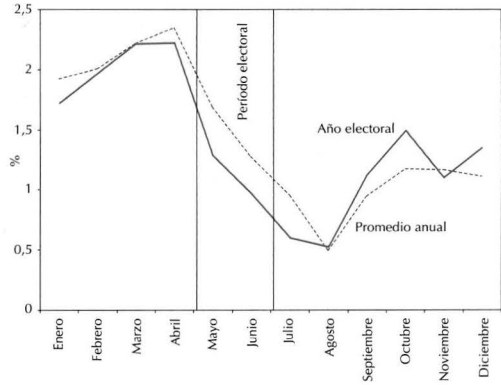
dencial. En cambio, en los 2-3 meses posteriores a la posesión, la tasa nominal de devaluación es *mayor* que durante un año típico.

Podría entonces argumentarse que, a pesar de que la política cambiaria pareciera no alterarse en función de las elecciones presidenciales, las administraciones salientes propenden por mayor estabilidad nominal en los meses anteriores a la transferencia de poder. En Colombia, así como en muchos otros países, la nueva administración generalmente queda con la responsabilidad de corregir (hasta cierto punto) la sobrevaluación de la tasa de cambio⁵².

Ahora procederemos a presentar los resultados de los ejercicios econométricos. Se han considerado dos variables dependientes. El Cuadro 13 se refiere a la tasa nominal (trimestral) de devaluación del peso colombiano respecto al dólar. En el Cuadro 14 la variable dependiente es la desviación de la

⁵² Un hallazgo similar para toda la región es reportado en Frieden, et al. (1999).

Gráfico 4. TASA MENSUAL DE INFLACIÓN (Año electoral vs. promedio anual) 1958-1998



Fuente: Cálculos de los autores con base en datos del Banco de la República.

tendencia de una versión PPP de la tasa de cambio real.

1. Devaluación nominal

La estimación por MCO utiliza datos trimestrales para el período 1960:2-1997:4. Las variables explicativas son los términos de intercambio (TOT); los valores rezagados de la inflación nominal de Venezuela (INFVEN), siendo Venezuela el socio comercial más importante de Colombia en productos diferentes al café; y las tasas de interés externas (TBILL, la tasa de interés nominal a tres 3 meses de los bonos del Tesoro de EEUU)⁵³.

Las variables *dummy* incluidas son: DPBC es la *dummy* "ciclo económico de carácter político" (0 en el primer y cuarto trimestres, 1 en el segundo y -1 en el tercero); DFN es la *dummy* "Frente Nacional" (1 durante el Frente, 0 si no); DCONS es la *dummy*

⁵³ Para detalles acerca de la definición precisa de todas las variables, incluyendo sus fuentes, ver el Anexo 3.

Cuadro 13. DETERMINANTES DE LA TASA NOMINAL DE DEVALUACIÓN

Variable dependiente: Devnom

(Datos trimestrales, 1960.2-1997.4, estimaciones por MCO)

Variable explicato	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Constante	11,610 (2.81)**	9,410 (3.594)***	9,380 (3.59)***	8,310 (3.48)***	8,130 (3.43)***
TOT	-0.02 (-1.97)*	-0.02 (-1.88)*	-0.02 (-1.89)*	-0.01 (-1.74)*	-0.01 (-1.69)*
INFVEN	-0.007 (-0.182)	-	-	-	-
TBILL	-0.21 (-0.652)	-	-	-	-
RERMISALIG ^a	-	-	-	-0.70 (-5.34)***	-0.73 (-5.95)***
DPBC	0,48 (0.275)	0,42 (0.242)	-	-	-
DFN	-6.46 (-2.80)***	-5.70 (-2.84)***	-5.66 (-2.84)***	-3.80 (-2.4)**	-3.33 (-2.42)**
DCONS	3,89 (2.42)**	3,82 (2.45)**	3,81 (2.45)**	0,94 (0.61)	-
DFIXED	0,57 (0.276)	1,03 (0.523)	1,01 (0.512)	-	-
DIND	-3.95 (-1.47)	-3.31 (-1.71)*	-3.29 (-1.71)*	-3.41 (-1.93)*	-3.47 (-1.97)**
DEVCOL(-1)	0,67 (10.95)***	0,68 (11.42)***	0,68 (11.48)***	0,75 (13.51)***	0,76 (15.27)***
R2 Ajustado	0,65	0,66	0,66	0,71	0,72
Durbin Watson	1,62	1,62	1,63	2,18	2,21

t-estadísticos en paréntesis: * (**) (***) significancia al 90% (95%) (99%).

a: Diferencia entre la TCR «observada» y la «permanente», utilizando el filtro Hodrick-Prescott.

"partidista" (1 durante las administraciones conservadoras, 0 si no); DFIXED es la *dummy* "régimen de tasa de cambio" (1 si está fija, 0 si no); DUMIND es la *dummy* "banco central" (1 si es independiente, 0 si no). Además, RERMISALIG captura el grado de desviación de la TCR, como se definió más arriba⁵⁴. En las cinco estimaciones reportadas, no menos del 65% de la varianza de la tasa nominal de devaluación es explicada por las variables consideradas.

La inclusión de la variable dependiente rezagada remueve cualquier problema de autocorrelación de primer orden. Consistentemente, TOT es significativa y tiene el signo negativo esperado. Ni la tasa de interés externa ni la tasa de inflación de Venezuela resultaron significativas.

Volviendo a las variables *dummy* político/institucionales, dos no aparecieron de forma consistente

como significativas, DPBC y DFIXED. El último resultado sugiere que el régimen de tipo de cambio fijo pero insostenible vigente entre 1960-67, resultó en tasas trimestrales promedio de devaluación que no fueron diferentes de aquellas obtenidas durante los períodos de *crawling peg* y *crawling band*.

En todas las estimaciones, pero especialmente en una, la naturaleza de la Junta del banco central fue significativa. En particular, y controlando por todas las demás variables, la tasa nominal de devaluación es menor durante el período del banco central independiente. Este resultado no es muy sorprendente, a la luz de lo que fue descrito en la tercera sección. En particular, el banco central independiente tiene como único objetivo el control de la inflación, una tarea que lo ha llevado a adoptar diversas políticas, incluyendo un deliberado fortalecimiento de la moneda.

Más interesantemente aún, DFN es altamente significativa en todas las estimaciones y tiene el signo negativo esperado. En el espíritu de Bates (1997), entre menor es el grado de competencia política -como sucedió durante el período del Frente Nacional- mayor es la probabilidad de que los gobiernos continúen persiguiendo políticas que no comprometan la estabilidad económica.

El Frente Nacional terminó formalmente en 1974. En los dos años previos los precios mundiales del petróleo aumentaron dramáticamente y varios me-

⁵⁴ Es importante anotar que ciertas variables explicativas han sido excluidas. En particular, la tasa de inflación doméstica y la situación en términos de política monetaria y/o fiscal fueron excluidas. Esto obedece a que es precisamente a través de estas variables que todos los determinantes de economía política se expresan en la práctica. Por ejemplo, si es el caso que DCONS es positivo y significativo, entonces se sigue que durante las administraciones conservadoras variables tales como la política fiscal y la monetaria fueron diseñadas para acomodar una mayor tasa de devaluación nominal.

canismos de indexación fueron introducidos, incluyendo una unidad indexada para ciertas transacciones financieras y la consolidación de ajustes anuales al salario mínimo. Adicionalmente, después de acusaciones de fraude, el presidente elegido en 1970 apoyó un importante aumento en el gasto público, aumento que se convirtió en permanente. Debido a que estos hechos se han mencionado como posibles determinantes del aumento de la tasa de inflación en la primera mitad de los setenta, es posible que la variable DUMFN esté capturando uno o varios de estos aspectos.

Aún si este fuera el caso, nuestra premisa básica todavía tendría validez, en el sentido de que la falta de compromiso por mantener estabilidad nominal llegó precisamente cuando la competencia política se volvió una realidad. Después de todo, la mayoría de los países afrontaron el mismo *shock* que Colombia, pero la mayoría solamente observaron aumentos temporales en la tasa de crecimiento de las variables nominales más importantes. Si lo que inició estos incrementos es materia de debate, el mecanismo de propagación -incluyendo la generalización de la indexación- ciertamente puede entenderse como una reacción política encaminada a minimizar los efectos redistributivos adversos usualmente adscritos a la inflación.

Finalmente, DCONS es significativa y positiva en 3 de 4 estimaciones. Como observamos en la última parte de la sección anterior, la corroboración de que las administraciones conservadoras han observado mayores devaluaciones nominales puede tener algo que ver con política -i.e. a pesar de la naturaleza apolítica de la Federación de Cafeteros, el Partido Conservador ha sido dominante en la tradicional y religiosa región cafetera.

Durante el período de nuestra muestra, hubo muy pocas administraciones conservadoras y una de

ellas (Betancur, 1982-86) ingenió la depreciación nominal más importante de épocas recientes, con el fin de corregir una tasa de cambio muy sobrevaluada y para evitar una inminente crisis en balanza de pagos (ver sección III). Sería muy inapropiado sugerir que este evento estuvo motivado por la falta de compromiso de los conservadores en la estabilidad nominal. De hecho, al controlar por la desviación en la TCR (estimación 4), DCONS no continúa siendo significativa⁵⁵. De todas formas, todavía es posible argumentar que cuando se enfrenta una tasa de cambio sobrevaluada, las administraciones conservadoras se encuentran dispuestas a implementar una depreciación nominal y esa prontitud tiene que ver con el hecho que los constituyentes más importantes del partido son los mayores beneficiarios de una moneda débil.

2. Desviaciones (de tendencia) de la tasa de cambio real

Calculamos la diferencia entre la TCR "observada" y la proyectada por medio de una estimación (disponible a solicitud) en la cual los niveles de TCR dependen de los términos de intercambio, la productividad de los sectores transables y no transables, el déficit fiscal y la balanza en la cuenta de capital. La desviación es positiva cuando la TCR observada está por encima (i.e. más depreciada) que su valor proyectado.

Se reportan estimaciones de MCO utilizando datos anuales para el período 1961-94 en el Cuadro 14. El resultado que merece especial mención es que la desviación se encuentra positivamente correla-

Cuadro 14. DETERMINANTES DE LAS DESVIACIONES DE LA TASA DE CAMBIO REAL
Variable dependiente: MISALIGN
(Datos anuales 1961-1994, estimaciones por MCO)

Variable explicativa	(1)	(2)
Constante	-0.10 (-0.98)	-0.08 (-1.98)**
FISINCENT	0,021 (2.19)**	0,02 (2.37)**
XMXT	0,01 (0.231)	- -
DFN	0,07 (2.26)**	0,07 (2.42)**
DCONS	-0.01 (-0.04)	- -
DMIND	-0.09 (-1.80)*	-0.09 (-1.98)**
DFIXED	-0.13 (-2.05)**	-0.14 (-3.83)***
R ² Ajustado	0,47	0,51
Durbin Watson	1,37	1,37

t-estadísticos en paréntesis: * (**) (***) significantes al 90% (95%) (99%).

MISALIGN=RER-RER(estimada).

RER(estimada)=f(TOT, PFT, PFNT, KAC, DEFICIT).

cionada con el incentivo fiscal para devaluar (FISINCENT⁵⁶). Este resultado sugiere que seguramente cuando se está definiendo la política cambiaria, las consecuencias fiscales de una devaluación son tomadas en cuenta. Como se describe en el apéndice, el incentivo fiscal a devaluar se encuentra

⁵⁵ En este caso, la desviación es calculada en cada punto en el tiempo (i.e. para cada cuatrienio) como la diferencia entre el logaritmo de la TCR y su componente permanente, este último construido con el filtro de Hodrick-Prescott.

⁵⁶ Calculado de la siguiente forma: (impuestos a las importaciones+impuestos a las exportaciones de café+cambio anual en la deuda pública externa-intereses de la deuda pública externa+exportaciones netas de Ecopetrol+exportaciones de carbón)/ PIB. Ver Anexo 3.

afectado tanto por *stocks* (activos y pasivos externos del gobierno) como por flujos (importaciones y exportaciones del sector público e impuestos relacionados con el comercio internacional).

Considerando los resultados reportados en el Cuadro 13, DCONS no resulta tan significativa en el Cuadro 14. Es importante recordar que mientras el Cuadro 13 utiliza datos trimestrales, el Cuadro 14 utiliza observaciones anuales. Si bien es cierto que las administraciones conservadoras utilizan activamente la tasa de cambio nominal para corregir desviaciones (trimestrales) de la TCR, debe ser el caso que las desviaciones anuales de la TCR no dependen de qué partido político sustente el poder.

La variable MISALIGN se correlaciona negativamente con DIND, un resultado que es difícilmente sorprendente considerando la discusión presentada en la tercera sección. De igual manera, el hecho de que DFIXED sea significativa sugiere que una de las desventajas de un régimen de tasa de cambio fija en el contexto de una inflación moderada es que ésta tiende a fortalecer la moneda en términos reales (en nuestro contexto, mantiene la TCR por debajo de su valor estimado).

D. La Elección Presidencial de 1994

Como se anotó anteriormente, la coalición bipartidista del Frente Nacional para todo efecto práctico permaneció vigente hasta 1990. En este sentido, durante los últimos cuarenta años Colombia sólo habría presenciado dos elecciones presidenciales verdaderamente competitivas, aquellas de 1990 y 1994. La primera fue fácilmente ganada por el candidato liberal Gaviria, quién no sólo se benefició de lo heredado del asesinado candidato Galán, sino que también enfrentó una oposición conservadora dividida.

El debate de 1994 fue ciertamente más interesante. Fue protagonizado por Ernesto Samper del partido liberal, Andrés Pastrana del conservador y Antonio Navarro del AD-M19 (una coalición izquierdista). La Constitución de 1991 estipuló que el ganador tenía que vencer por una mayoría absoluta, instituyendo así las elecciones por segunda vuelta. Este mecanismo fue estrenado por Samper, el eventual ganador, y Pastrana en 1994.

Un breve resumen de las posiciones de Samper y Pastrana respecto a los temas económicos claves se encuentra en el Cuadro 15. Se observa que las diferencias ideológicas eran explícitas en 1994. En términos del modelo partidista descrito abajo, los colombianos claramente se enfrentaban con una opción de centro izquierda con Samper y una alternativa de centro derecha con Pastrana. Mientras Samper favoreció la promoción del crecimiento a través de políticas nominales, la plataforma de Pastrana estaba orientada por el lado de la oferta. Más específicamente, Samper se encontraba a favor de fortalecer la competencia internacional a través del manejo activo de la tasa de cambio nominal. En este sentido, a Samper, el candidato liberal, presumiblemente debería haberle ido mejor en aquellas regiones del país más orientadas hacia afuera en su estructura productiva, mientras que a Pastrana le debería haber ido relativamente mejor en aquellas partes más dependientes de la producción de bienes no transables.

El Cuadro 16 contiene dos grupos de información. Las columnas (1)-(5) reportan los resultados de elecciones presidenciales a nivel departamental; la columna (6) indica qué tan transable es la producción de cada departamento (de acuerdo a las Cuentas Nacionales de 1992; ver nota en la tabla). Las columnas (1)-(3) muestran la relación entre los votos conservadores y los liberales para las elec-

Cuadro 15. LA ECONOMÍA EN LAS ELECCIONES PRESIDENCIALES DE 1994

Política	Samper	Pastrana
Tasa de cambio	Evitar la revaluación de la tasa de cambio a través de la inversión de las regalías de Cusiana, manteniendo parte de éstas en el exterior. La revaluación es el mayor riesgo que afronta el país. Debido a sus consecuencias negativas en la actividad económica, el Gobierno, de común acuerdo con el Banco Central, debe evitar la revaluación.	Consolidar las reformas estructurales y liberalizar la economía. Crear una cuenta en el exterior para las regalías del petróleo, estimular el ahorro privado y la inversión por medio de la reforma del sistema financiero. Orientación clara a favor de las fuerzas del mercado.
Salarios	Pacto Social: todos los salarios en términos reales deben aumentar en proporción al crecimiento en productividad. Salarios y pensiones deben mantener su poder adquisitivo.	Los salarios deben ser determinados independientemente de otros precios de la economía, de acuerdo a las condiciones del mercado laboral, teniendo en cuenta la productividad laboral. Deben existir acuerdos entre todos los actores para conseguir objetivos respecto a reducción de la inflación, estabilidad macroeconómica y ganancias en productividad.
Café	La política cafetera debe ser separada del desempeño macroeconómico. En vez de utilizar los ingresos cafeteros, con recursos fiscales se llevará a cabo la infraestructura financiera y la inversión social. Promoción de una política comercial agresiva y desregulada. Utilización del Fondo del Café para la estabilización del precio y de los ingresos de los productores de café.	La evolución de los precios internacionales debe ser el punto de referencia para determinar los precios internos. Durante condiciones desfavorables y en el corto plazo, el Gobierno puede otorgar créditos al Fondo Nacional para evadir las fluctuaciones o caídas en los ingresos de los productores. Es más aconsejable apoyar a los productores con tecnología, mercadeo y créditos, que con subsidios.

Fuente: El Tiempo, abril de 1994.

ciones de 1986, 1990 y 1994⁵⁷. La columna (4) reporta el promedio de esta relación para 1986/1990. La columna (5) indica el cambio en la razón entre 1994 y el promedio 1986/1990. Aunque el candidato liberal ganó las tres elecciones (el promedio de la razón conservadores/liberales para todo el país siempre estuvo por debajo de 1), es evidente que los conservadores han hecho progresos consistentes y significativos a nivel nacional, así como en la mayoría de los departamentos. Por supuesto, es importante controlar por esta tendencia general. Este es el propósito de la columna (5), la cual muestra que la

mejoría promedio de los conservadores a nivel nacional fue de 29.7% entre 1986/90 y 1994. Claro está, en algunos departamentos este progreso fue mayor que dicho promedio, mientras que en otros fue menor. En 7 de los 10 departamentos en los que el progreso de los conservadores en 1994 estuvo por encima del promedio, la participación de los transables en el PIB se encontraba por debajo del promedio nacional (48.05%). Así mismo, en 10 de los 13 departamentos en los que la mayoría de los conservadores en 1994 estuvo por debajo del promedio, la participación de los transables en el PIB estuvo por encima del promedio nacional. En conclusión, una vez se corrige por la tendencia general de mejoría de los conservadores, el cuadro muestra que el progreso marginal en 1994 parece estar asociado con el eventual efecto de la política cambiaria anunciada

⁵⁷ Durante las elecciones de 1990 los conservadores estaban divididos. Existía un candidato "oficial" así como uno "independiente". Para nuestros propósitos, la suma de los dos es el dato relevante.

Cuadro 16. RESULTADOS ELECTORALES Y COMPOSICIÓN DEL PIB

Departamento	Conservador/Liberal					Producción
	1994 (1)	1990 (2)	1986 (3)	Promedio 1986/90 (4)	((1) - (4))*100 (5)	PIB Transable (6)
Antioquia	1,32	1,01	0,74	0,87	44,77	43,29
Risaralda	1,23	0,48	0,69	0,58	64,82	49,43
Caldas	1,41	1,02	0,96	0,99	42,46	46,78
Quindío	0,82	0,65	0,45	0,54	28,04	50,56
Tolima	0,85	0,70	0,54	0,62	23,45	49,70
Huila	1,39	0,84	0,95	0,89	49,36	46,61
Córdoba	0,67	0,50	0,50	0,50	16,78	57,67
Sucre	0,60	0,44	0,50	0,47	13,23	50,58
Bolívar	0,76	0,63	0,46	0,54	22,14	41,47
Atlántico	0,67	0,57	0,47	0,52	15,49	38,56
Magdalena	0,78	0,57	0,42	0,49	28,33	43,44
Cesar	0,84	0,73	0,47	0,59	25,34	56,88
Guajira	0,81	0,65	0,56	0,60	20,96	59,62
Chocó	0,54	0,33	0,33	0,33	20,74	51,77
Valle del Cauca	0,93	0,76	0,59	0,67	26,10	38,95
Cauca	0,72	0,53	0,58	0,56	16,63	53,65
Nariño	1,28	0,77	0,98	0,87	41,17	41,08
Norte de Santander	1,38	1,06	0,85	0,95	42,58	37,22
Santander	0,92	0,74	0,67	0,70	21,25	51,06
Boyacá	1,27	1,05	0,87	0,96	30,86	43,90
Cundinamarca	0,90	0,77	0,52	0,63	27,05	51,56
Meta	0,88	0,79	0,58	0,68	19,84	51,12
Caquetá	0,99	0,60	0,55	0,58	41,04	50,31
Total	0,96	0,71	0,62	0,66	29,67	48,05

(2) Voto del candidato independiente considerado como voto conservador.

(6) Como % del total en 1992. PIB transable es la suma de agricultura, minería e industria.

Fuente: Cálculos de los autores con base en la Registraduría Nacional del Estado Civil y Dane.

sobre el bienestar económico departamental. Esto fue cierto en 17 de los 23 casos.

V. RESUMEN Y CONCLUSIONES

Dados los estándares regionales, desde los años sesenta Colombia ha mostrado notoria estabilidad económica y continuidad institucional. Hasta hace poco, el sistema político estaba basado en una estrecha coalición bipartidista, con poca confrontación ideológica entre los partidos liberal y conservador. Compartir el poder fue obligatorio durante el Frente

Nacional (FN, 1958-74), esquema que en la práctica duró hasta 1991. Posiciones económicas extremas escasamente aparecieron, reflejando el carácter no ideológico de la coalición política.

El café, el producto más importante de exportación, es una actividad intensiva en mano de obra, que se lleva a cabo a nivel familiar en miles de parcelas propias. Los ingresos de los productores de café dependen de un complejo arreglo con el Gobierno, siendo la tasa de cambio tan sólo un componente del mismo. La relevancia de los sindicatos ha estado

disminuyendo, a pesar de que en actividades importantes del sector público su relevancia probablemente se ha incrementado. Luego de una enmienda constitucional en 1968, el papel del Congreso en temas económicos se ha limitado a la política fiscal, siendo el diseño del presupuesto su mayor preocupación.

Una revisión de los episodios económicos más importantes desde 1962 hasta 1997 indica que los esfuerzos generalmente han sido dirigidos hacia la consecución de una tasa de inflación moderada y una tasa de cambio real competitiva. Una indexación bastante generalizada ha tornado este arreglo aceptable para los grupos interesados. Históricamente, la política cambiaria fue administrada en tándem con políticas comerciales-financieras-fiscales. Estas últimas fueron utilizadas como mecanismos compensatorios, diseñados para conseguir el apoyo del sector privado frente al manejo de la tasa de cambio. Más recientemente, cuando fueron introducidas las reformas estructurales, la mayoría de los mecanismos compensatorios desaparecieron y los grupos interesados se volvieron vocales en cuanto a la política cambiaria. Esta descripción es válida para todas las agremiaciones privadas, incluyendo la Federación de Cafeteros.

La continuidad institucional y la longevidad del régimen cambiario -el cual básicamente permaneció sin alteraciones durante el período de 1967-91- sugiere que las consideraciones políticas pueden no ser relevantes como explicación del patrón estable de las variables económicas más importantes. Esta intuición no se encuentra plenamente apoyada por la evidencia econométrica. Las estimaciones indican que la tasa nominal de devaluación fue menor durante las administraciones del Frente Nacional y mayor durante los gobiernos conservadores. El primer resultado apoya el hecho que la competencia política pudiera implicar menor interés por la estabilidad macroeconómica. El segundo pudiera ser parcialmente explicado por la influencia política del partido conservador en la región cafetera y el deseo de las administraciones conservadoras de acelerar la tasa nominal de depreciación para corregir sobrevaluaciones de la moneda.

Adicionalmente, la tasa nominal de devaluación parece depender de la naturaleza de la Junta del banco central. En particular, ha sido principalmente durante la existencia de un banco central "independiente" que la política cambiaria ha sido utilizada activamente para bajar la inflación.

BIBLIOGRAFIA

- Alesina, A. (1988), "Macroeconomics and Politics". En NBER *Macroeconomics Annual*. National Bureau of Economic Research. Cambridge: Massachusetts.
- _____ (1994), "Political Models of Macroeconomic Policy and Fiscal Reforms: En S. Haggard y S. Webb, editores. *Voting for Reform: Democracy, Political Liberalization, and Economic Adjustment*. Oxford University Press.
- Archer, R.P. y Soberg Shugart, M. (1997), "The Unrealized Potential of Presidential Dominance in Colombia". En S. Mainwaring y M. Soberg Shugart, editores, *Presidentialism and Democracy in Latin America*. Cambridge University Press. p. 110-159.
- Asociación Bancaria de Colombia. *Revista Banca y Finanzas*. Diversos números.
- Asociación Nacional de Exportadores (Analdex). *Exponotas*. Bogotá. Diversos números.
- Asociación Nacional de Industriales (Andi). *Revista Andi*. Medellín. Diversos números.
- Banco de la República. *Revista del Banco de la República*. Bogotá. Diversos números.
- Banco de la República (1993), *Principales Indicadores Económicos 1923-1992*. Bogotá.
- Banco Interamericano de Desarrollo (1995), "Overcoming Volatility". En: *Economic and Social Progress in Latin America*. Washington: BID.
- Bates, R. (1997), "Instituciones y Desarrollo". En: D. Pizano y J. Chalarcá, editores. *Café, Instituciones y Desarrollo Económico*. Bogotá: Federación Nacional de Cafeteros de Colombia.
- Bates, R. y Krueger, A.O. (1993), *Political and Economic Interactions in Economic Policy Reform: Evidence from Eight Countries*, Cambridge, Massachusetts: Blackwell.
- Caballero, C. (1987), *50 Años de Economía: de la Crisis del Treinta a la del Ochenta*. Bogotá: Editorial Presencia.
- Cárdenas, M. (1997), *La Tasa de Cambio en Colombia*. Cuadernos Fedesarrollo, no. 1.
- Cárdenas, M. y Steiner, R. (1997), "El Flujo de Capitales Privados en Colombia". *Cuadernos de Economía*, Pontificia Universidad Católica de Chile, No. 103.
- Cárdenas, M. y Partow, Z. (1998), "Oil, Coffee and the Dynamic Commons Problem in Colombia". Fedesarrollo. Working Paper Series. No. 5.
- Carrasquilla, A. (1996), "Dimensiones Fiscales de una Inflación Moderada". Mimeo. Bogotá, Banco de la República.
- Cukierman, A. (1992), *Central Bank Strategy. Credibility and Independence: Theory and Evidence*. Cambridge: MIT Press. Mass.
- Díaz-Alejandro, C. (1976), *Foreign Trade Regimes and Economic Development: Colombia*. New York: NBER-Columbia University Press.
- Dix, R.H. (1978), "The Varieties of Populism: the Case of Colombia". *The Western Political Quarterly*. XXXI (3): 334-351.
- _____ (1980), "Consociational Democracy". *Comparative Politics*. 12 (3): 303-321.
- _____ (1990), "Social Change and Party System Stability in Colombia". *Government Opposition*. 25. Winter: 98-114.
- Dornbusch, R. y Edwards, S. (1991), "The Macroeconomics of Populism". En: R. Dornbusch y S. Edwards, editores. *The Macroeconomics of Populism in Latin America*. NBER y University of Chicago Press.
- Dornbusch, R. y Fischer, S. (1993), "Moderate Inflation". *The World Bank Economic Review*. 7(1).
- Echeverry, J.C. (1996), "The Rise and Perpetuation of a Moderate Inflation, Colombia 1970-1991". *Borradores Semanales de Economía*. No. 50, Bogotá: Banco de la República.
- Ecopetrol. *Estadísticas de la Industria Petrolera*. Bogotá. Diversos números.
- Edwards, S. (1995), "Un Cuarto de Siglo de Fedesarrollo: una Perspectiva Personal". En: H. Gómez B., editor. *Economía y Opinión*. Bogotá: TM Editores-Colciencias.
- _____ (1998) "The Political Economy of Incomplete Market-Oriented Reform: The Case of Colombia", mimeo, UCLA-NBER.
- Escobar, A. (1996), "Ciclos Políticos y Ciclos Económicos en Colombia: 1950-1994". *Coyuntura Económica*. 26(1): 115-141.
- Federación Nacional de Cafeteros. *Boletín de Estadísticas sobre Café*. Bogotá. Diversos números.
- Federación Nacional de Cafeteros. *Informe del Gerente*. Bogotá. Diversos números.
- Fedesarrollo. *Coyuntura Económica*. Bogotá. Diversos números.
- Fondo Monetario Internacional. *International Financial Statistics Yearbook*. Diversos números.

- Findley, R., Cepeda, F. y Gamboa, N. (1983), *Intervención Presidencial en la Economía y el Estado de Derecho en Colombia*. Bogotá: CIDER- Universidad de los Andes.
- Frieden J., Ghezzi, P. y Stein, E. (1999), "The Political Economy of Exchange Rate Policy in Latin America", Working Paper, OCE, BID.
- García-García, J. y Jayasuriya, S. (1997), *Courting Turmoil and Deferring Prosperity - Colombia Between 1960 and 1990*. Washington DC: Banco Mundial.
- Gómez, H. (1978). "Comentarios al artículo de E. Wiesner". En: Wiesner, E., editor. *Política Económica Externa de Colombia*. Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia.
- Haggard, S. (1994), "Inflation and Stabilization". En: G. Meier (ed.) *Politics and Policy Making in Developing Countries: Perspectives on the New Political Economy*. San Francisco: ICS Press.
- Haggard, S. y Webb, S. (1994), "Introduction". En: S. Haggard y S. Webb (eds.) *Voting for Reform: Democracy, Political Liberalization, and Economic Adjustment*. Oxford University Press.
- Hartlyn, J. (1993), *La política del Régimen de Coalición*. Bogotá: Tercer Mundo Editores-UniAndes-CEI.
- Herrera, S. (1998), "Determinantes y Composición del Endeudamiento Público en Colombia". Mimeo. Fedesarrollo.
- Hibbs, D. (1977), "Political Parties and Macroeconomic Policy". *The American Political Science Review*, no. 7. diciembre:1467-1487.
- Junguito R. y Pizano D. (1991), *Producción de Café en Colombia*. Bogotá: Fondo Cultural Cafetero-Fedesarrollo.
- Krugman, P. (1992), "Target Zones and Exchange Rate Dynamics". *Quarterly Journal of Economics*. 106. 3. agosto.
- Leal, F. (1995), *En Busca de la Estabilidad Perdida*. Bogotá: Tercer Mundo Editores-IEPRI-Colciencias.
- Lijphart, A. (1977), *Democracy in Plural Societies: A Comparative Exploration*. New Haven: Yale University Press.
- Lleras, C. (1987), "Discurso de Instalación". En: *Colombia - 20 Años del Régimen de Cambios y de Comercio Exterior*. Vol. 2. Bogotá: Banco de la República.
- Londoño, R. (1986), "La Estructura Sindical Colombiana en la Década del 70". En: Gómez, H., Londoño, R. y G. Perry, editores. *Sindicalismo y Política Económica*. Bogotá: Fedesarrollo y Fescol.
- López, A. (1987a), "El Estatuto Cambiario y el Gobierno". En: *Colombia-20 Años del Régimen de Cambios y de Comercio Exterior*. Vol. 1. Bogotá: Banco de la República.
- _____ (1987b), "El Estatuto Cambiario y la Prensa". En: *Colombia - 20 Años del Régimen de Cambios y de Comercio Exterior*. Vol. 1. Bogotá: Banco de la República.
- _____ (1987c), "El Estatuto Cambiario, el Ambiente Político y el Congreso". En: *Colombia - 20 Años del Régimen de Cambios y de Comercio Exterior*. Vol. 1. Bogotá: Banco de la República.
- Maullin, R. (1967), "The Colombia-I.M.F. Disagreement of November-December 1966: An Interpretation of its Place in Colombian Politics". The Rand Corporation. Mimeo.
- Meisel, A. (1996), "Autonomía de la Banca Central e Inflación: la Experiencia Colombiana, 1923-1995". *Borradores Semanales de Economía*. No. 49. Bogotá: Banco de la República.
- Ministerio de Trabajo y Seguridad Social. *Boletín Estadístico del Trabajo y la Seguridad Social*. Bogotá. Diversos números.
- Montenegro, A. (1997), "Lecciones de la Crisis y el Ajuste Macroeconómico de la Administración Betancur". En: C. Caballero, editor. *La Pasión de Gobernar*. Bogotá: ANIF-Tercer Mundo Editores.
- Moreno, A.M. (1998), "Ciclo Político y Política Económica: un Análisis del Caso Colombiano 1930-1995". *Informe Financiero*. Contraloría General de la República. Bogotá, p.13-72.
- Musalem A. (1971), *Dinero, Inflación y Balanza de Pagos: la Experiencia Colombiana en la Post-guerra*. Bogotá: Banco de la República.
- Nelson, R.R., Shultz, T.P. y Slighton, R.L. (1971), *Structural Change in a Developing Economy: Colombia's Problems and Prospects*. Princeton University Press. Princeton, NJ.
- Nordhaus, W. (1975), "The Political Business Cycle". *Review of Economic Studies* 42 (abril):169-190.
- _____ (1980), "Alternative Approaches to the Political-business Cycle". *Brookings Papers on Economic Activity*. 2: 1-68.
- Ocampo, J.A. (1989), "Ciclo Cafetero y Comportamiento Macroeconómico en Colombia, 1940-1987". *Coyuntura Económica*, No. 3, septiembre.
- Ocampo, J.A., y Revéiz, E. (1980), "Bonanza Cafetera y Economía Concertada". En: E. Reveiz, editor. *La Cuestión Cafetera*. Bogotá: CEDE-Uniandes.
- Ocampo, J.A., Bernal, J., Avella, M. y Errázuriz, M. (1987), "La Consolidación del Capitalismo Moderno - 1945-1986". En: Ocampo, J.A., editor. *Historia Económica de Colombia*. Bogotá: Fedesarrollo-Siglo XXI Editores.
- Palacios, H. (1997), "Estabilización Económica con un Banco Central Intervenido: la Experiencia del Gobierno Betancur". En: Caballero, C. ed. *La Pasión de Gobernar*. Bogotá: ANIF y Tercer Mundo Editores.

- Phelps, E. (1973), "Inflation in the Theory of Public Finance". *Swedish Journal of Economics*. 75: 67-82.
- Registraduría Nacional del Estado Civil (1994), *Elecciones de Presidente y Vicepresidente, mayo 29 y junio 19 de 1994*. Bogotá.
- Reveiz, E. y Pérez, M.J. (1986), "Colombia: Moderate Economic Growth, Political Stability, and Social Welfare". En: J. Hartlyn y S.A. Morley, editores. *Latin American Political Economy: Financial Crisis and Political Change*. Boulder CO: Westview Press,
- Rivera, A. (1976), *The Politics of Development Planning in Colombia*. Tesis Doctoral, State University of New York, Buffalo.
- Rogoff, K. (1990), "Political Budget Cycles". *American Economic Review*, marzo:1-16.
- Rogoff, K. y Sibbert, A. (1988), "Elections and Macroeconomic Policy Cycles". *Review of Economic Studies*. 55 (1): 1-16.
- Sánchez, F., Rodríguez, J.I. y Núñez, J. (1996), "Evolución y Determinantes de la Productividad en Colombia: un Análisis Global y Sectorial". En: R. Chica, coordinador, *El Crecimiento de la Productividad en Colombia*. Tercer Mundo Editores.
- Sarmiento, E. (1978), "Estabilización de la Economía Colombiana diciembre 1976 - junio 1978". *Revista del Banco de la República*: 1108-1121.
- Soberg Shugart, M. y Nielson, D.L. (1997), "Constitutional Change in Colombia: Policy Adjustment through Institutional Reform". *Comparative Political Studies* (en prensa).
- Sociedad de Agricultores de Colombia (SAC). *Revista Nacional de Agricultura*. Bogotá. Diversos números.
- Stein, E. y Streb, J. (1998), "Political Stabilization Cycles in High Inflation Countries". *Journal of Development Economics*, vol. 56(1), junio.
- _____ (1999), "Elections and the Timing of Devaluations". OCE Working Paper No. 396, Banco Interamericano de Desarrollo.
- Steiner, R. (1998), "Colombia's Income from the Drug Trade". *World Development*, vol. 26, no.6, junio.
- Steiner, R., Rincón, H. y Saavedra, L.A. (1992), "Utilización del Impuesto Inflacionario en Colombia". *Monetaria*, Vol. 15 (2): 195-212.
- Suescún, R. (1992), "Inflación y Devaluación como un Fenómeno Fiscal: la Financiación Óptima del Gobierno a través de la Tributación, el Señoraje y las Utilidades por Compraventa de Divisas". *Ensayos sobre Política Económica*, no.22: 7-50.
- _____ (1997), "Bonanzas, Enfermedad Holandesa y Ciclo Económico Real en Colombia". *Coyuntura Económica*, no.2, junio.
- Supelano, A. (1992), "The Political Economy of Latin America: The Colombian Experience During the 1980s". *Journal of Economic Issues*. XXVI(3): 845-864.
- Urrutia, M. 1976. *Historia del Sindicalismo en Colombia*. Medellín: Editorial La Carreta.
- _____ (1981), "Experience with the Crawling Peg in Colombia". En: J. Williamson, editor. *Exchange Rate Rules*. New York: St. Martins Press.
- _____ (1991), "On the Absence of Economic Populism in Colombia". En: R. Dornbusch y S. Edwards, editores. *The Macroeconomics of Populism in Latin America*. NBER and University of Chicago Press.
- Wiesner, E. (1978), "Devaluación y Mecanismo de Ajuste en Colombia". En: E. Wiesner, editor. *Política Económica Externa de Colombia*. Bogotá: Asociación Bancaria de Colombia.
- _____ (1998), "Transaction Cost Economics and Public Sector Rent-seeking in Developing Countries: Toward a Theory of Government Failure". En R. Picciotto y E. Wiesner, editores. *Evaluation & Development: The Institutional Dimension*. Publicado para el Banco Mundial por Transaction Publishers, New Brunswick, NJ.
- Williamson, J. (1994), *The Political Economy of Policy Reform*. Washington DC: Institute for International Economics.
- _____ (1996), *The Crawling Band as an Exchange Rate Regime: Lessons from Chile, Colombia, and Israel*. Washington DC: Institute for International Economics.
- Yanovich, D. (1997), "Regionalismo y Déficit Fiscal en Colombia: 1930-1995". Tesis de Maestría, Universidad de los Andes, Bogotá.

De acuerdo a la sabiduría convencional, la confrontación se originó en un desacuerdo acerca de la conveniencia de una devaluación abrupta del peso¹. Veinte años más tarde, el Presidente Lleras confirmó esta apreciación (Lleras, 1987). No obstante, otros analistas han ofrecido interpretaciones sobre este evento que, sin contradecir explícitamente la explicación del Presidente, sugieren otras motivaciones por parte de la administración.

López (1987a) anota que el desacuerdo no surgió por la preferencia del Gobierno por un sistema de minidevaluaciones (*crawling-peg*) en vez de un ajuste escalonado, tal y como había sido sugerido por el Fondo desde 1965. Dicho autor argumenta que el impase tuvo sus raíces en diferentes interpretaciones de la crisis: mientras que el FMI observaba que la situación era causada por laxitud en las políticas fiscales y monetarias -las cuales podrían ser resueltas con medidas restrictivas y complementadas con un ajuste de la tasa de cambio- Lleras y su equipo creían que el problema era estructural, y que no podría resolverse sin una completa revisión de los instrumentos de política monetaria, fiscal, cambiaria y comercial.

Maullin (1967) argumenta que la administración pretendía reunir apoyo popular para convencer al Congreso de aceptar el proyecto de ley que posteriormente le presentaría². Según dicho autor, los argumentos nacionalistas de Lleras fueron diseñados para subyugar a aquellos que se le oponían, teniendo en cuenta que el gobierno aceptó prontamente la posición del Fondo, tal como lo indica la rapidez con la que se logró un acuerdo a principios de

¹ Nelson et al. (1971) argumentan que las políticas adoptadas por el gobierno eran radicalmente diferentes de lo que había propuesto el FMI.

² Maullin (1967), resumido y profusamente citado en López (1987b).

1967 -un punto de vista al que no se opusieron los voces del FMI de esa época³. Esto es consistente con las afirmaciones realizadas posteriormente por el entonces Ministro de Hacienda, de acuerdo con quien "desde septiembre [1966], el Presidente [y su equipo] habían estado inclinándose hacia el requerimiento de licencias previas para todas las importaciones, eliminando la liberalización de las importaciones y restableciendo los controles de cambios, eliminando como primer paso el mercado libre para las divisas extranjeras ..."⁴

Todas estas interpretaciones parecen bastante consistentes con la interpretación del Decreto-Ley 444 como una expresión de la naturaleza de las políticas para aumentar el poder presidencial. Sobre este aspecto, Findley et al. (1983) describen como las enmiendas constitucionales adoptadas en 1968 -un año después de los eventos que hemos estado analizando- llevaron a la casi total pérdida del poder del Congreso respecto a iniciativas en temas económicos⁵.

³ Una devaluación de hecho tuvo lugar con la legislación de emergencia de noviembre de 1966 (López, 1987c). García-García y Jayasuriya (1997) llegan más lejos, afirmando que la confrontación con el FMI era simplemente la forma mediante la cual el Presidente Lleras y su equipo buscaron reunir apoyo político para lo que de hecho fueron políticas económicas inspiradas en las ideas del FMI.

⁴ Espinosa (1970), citado en López (1987b, p. 16).

⁵ Una interpretación más benigna de las reformas podría argumentar que lo que se hizo fue con el objetivo de establecer un cimiento constitucional sólido para prácticas que habían sido llevadas a cabo, bajo la forma de emergencias adoptadas durante períodos de "estado de sitio". En cualquier caso, Archer y Soberg Shugart (1997) argumentan que el Congreso se sentía a gusto con la medida -después de todo, este más tarde resistió intentos presidenciales para restaurar los poderes económicos al congreso!- dado que el sistema de partidos permitía a los políticos concentrarse en servir intereses clientelistas y en mantener el patronazgo, en lugar de participar en programas de orientación nacional.

Anexo 2. LA PERSISTENCIA EN LA INFLACION

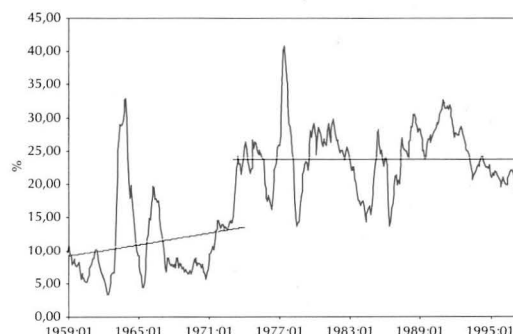
A pesar de que la política cambiaria no estaba determinada exclusivamente por lo que sucedía con los precios internos, la inflación tuvo una influencia significativa en el manejo de la tasa de cambio. Consecuentemente, un análisis de las dimensiones de la economía política de la inflación puede dar luces acerca de las dimensiones de la economía política de la política cambiaria.

En 1970 el líder conservador Misael Pastrana ganó la presidencia por un margen extremadamente estrecho. Buscando una base más amplia de apoyo, el nuevo gobierno aumentó el gasto público, en un episodio que ha sido llamado "el Pastranazo". En la medida que aumentaba la demanda agregada, los mercados domésticos se sobrecalentaron y la inflación, la cual había sido mantenida a niveles de un dígito durante varios años, se aceleró¹. El shock petrolero de 1973 agravó aun más las presiones inflacionarias. La respuesta al primer shock fue similar a la observada en otros países, pero difirió en su persistencia: mientras que dentro de un período de dos años la inflación había comenzado a ceder en la mayoría de ellos, o se había disparado definitivamente en otros, Colombia fue de los pocos países donde la inflación se mantendría estable a estos nuevos niveles². Durante los siguientes 20 años, la inflación colombiana rondaría continuamente alrededor de este nuevo rango. El Gráfico 1 muestra la tasa de inflación, detallando el cambio estructural de principios de los años setenta.

¹ También coincidió con la indexación explícita de ciertas variables financieras. Si esta decisión política fue o no clave en establecer una nueva "meseta inflacionaria" ha sido objeto de intenso debate.

² Carrasquilla (1996) muestra que sólo Portugal y Grecia tuvieron un patrón similar en los setentas. De cualquier manera, las nuevas tasas de inflación no persistieron hasta los años noventa, como en el caso de Colombia.

Gráfico 1. CAMBIO ESTRUCTURAL EN LA TASA DE INFLACIÓN (Datos mensuales)



Fuente: Cálculos de los autores con base en Dane.

La literatura reciente proveniente del banco central ha explorado la persistencia de la inflación desde su surgimiento a principios de los años setenta. Echeverry (1996) analiza de forma sistemática las respuestas de política que acompañaron los diferentes episodios inflacionarios desde 1970. Concluye que, en general, la Junta Monetaria acomodó aumentos en inflación, excepto en aquellas ocasiones cuando la inflación se aproximó (o brevemente sobrepasó) un umbral del 30 por ciento. Cuando esto ocurrió, su análisis muestra que los instrumentos utilizados fueron ajustados para enfrentar presiones inflacionarias, aún cuando al hacer esto se hizo necesario renunciar a otros objetivos (por ejemplo, el empleo). Dicho trabajo describe adecuadamente por qué la inflación, a pesar de su persistencia, nunca sobrepasó ciertos límites superiores³.

Carrasquilla (1996) ha profundizado en este análisis asumiendo comportamientos racionales de parte del gobierno

³ Le va menos bien, de todas maneras, al explicar la persistencia de límites bajos en el proceso inflacionario.

y del sector privado, al buscar acuerdos sobre los niveles "aceptables" de inflación. Plantea la hipótesis de que los agentes económicos han alcanzado un acuerdo implícito bajo el cual están dispuestos a aceptar cierto nivel de inflación (entre 20 y 30%), el cual produce un ingreso por impuesto inflacionario de alrededor del 2% del PIB, a cambio del compromiso por parte del gobierno de proveer cierta estabilidad en las variables reales más importantes, tales como el crecimiento, el empleo y la tasa de cambio real. La evidencia es consistente con estos postulados: entre 1975 y 1995 el sector privado enfrentó una

variabilidad significativamente menor en las variables económicas más importantes que aquella observada antes de 1975; y el gobierno, a su turno, ha sido capaz de mantener un *stock* de deuda menor que aquel que de otra manera hubiera sido el caso. Carrasquilla aplica el raciocinio de Krugman (1992) sobre bandas cambiarias al comportamiento del nivel general de precios. Sus resultados indican que la inflación en Colombia depende de sus determinantes fundamentales y que desde mediados de los años setenta se ha comportado como un modelo creíble de "bandas inflacionarias".

Anexo 3. BASE DE DATOS

Año	Tasa de inflación (%) (1)	Tasa de cambio nominal (%) (2)	Devaluación nominal (%) (3)	TCR (1975=100) (4)	Gasto público (% del PIB) (5)	Déficit fiscal (% del PIB) (6)	Crecimiento monetario (M1) (%) (7)	Flujo de capitales (% del PIB) (8)	Términos de intercambio (1975=100) (9)	Precio externo del café (US\$/libra) (10)	Exportaciones mineras (% expor. totales) (11)
1951	2,8	2,5	28,1	58,9	9,1	0,1	16,4	-0,2	158,1	58,7	15,2
1952	2,6	2,5	0,0	58,1	8,7	1,4	16,9	0,3	163,5	57,0	14,8
1953	6,8	2,5	0,0	54,8	10,0	1,1	18,3	-0,1	167,9	59,8	12,6
1954	4,4	2,5	0,0	50,9	10,3	0,2	19,3	1,6	209,9	80,0	11,4
1955	2,3	2,5	0,0	50,4	11,5	1,2	4,7	2,2	178,6	64,6	10,7
1956	7,8	2,5	0,0	48,6	10,7	2,0	24,9	0,6	184,6	74,0	13,2
1957	20,2	5,4	114,3	60,0	9,5	3,4	13,6	-5,1	172,9	63,9	15,9
1958	8,1	6,4	19,0	87,5	9,0	0,3	20,9	-1,9	164,6	52,3	16,6
1959	7,9	6,4	0,0	73,0	8,5	0,0	12,0	-1,0	123,4	45,2	17,3
1960	7,2	6,7	4,7	75,4	8,6	-0,1	10,4	2,1	87,8	44,9	18,8
1961	5,9	6,7	0,0	75,4	9,0	1,7	24,6	2,9	87,8	43,6	16,8
1962	6,4	9,0	34,3	79,1	9,0	4,2	20,7	3,0	65,9	40,8	14,6
1963	32,6	9,0	0,0	79,9	8,7	1,9	12,2	3,3	75,3	39,6	18,1
1964	8,9	9,0	0,0	68,4	8,3	2,2	20,9	2,3	94,1	48,8	15,0
1965	14,6	13,5	50,0	71,3	8,4	3,0	15,7	0,6	82,4	47,4	17,7
1966	13,0	13,5	0,0	81,6	9,4	0,5	14,0	5,2	65,9	44,1	15,8
1967	7,3	15,8	16,9	83,9	10,2	2,1	21,9	2,0	83,8	41,1	14,4
1968	6,5	16,9	7,0	90,8	9,9	0,7	14,8	2,6	81,1	41,3	8,8
1969	8,6	17,8	5,6	93,6	10,5	2,0	19,5	3,5	75,3	41,8	11,8
1970	6,8	19,0	6,7	97,2	14,5	2,2	17,2	4,8	99,3	54,0	9,8
1971	13,6	20,8	9,4	101,6	17,1	3,0	10,9	4,6	92,5	47,0	9,9
1972	14,0	22,7	9,1	100,7	14,8	3,0	24,4	2,7	97,3	52,3	7,1
1973	23,5	24,7	8,6	99,5	17,4	2,8	29,3	2,2	103,9	64,3	4,9
1974	26,0	28,3	14,6	99,7	14,1	3,1	19,6	2,5	108,1	67,8	7,8
1975	17,7	32,5	15,1	100,0	14,1	3,2	27,8	0,9	100,0	67,4	7,1
1976	25,7	36,2	11,2	95,4	14,4	0,7	34,7	1,4	140,5	144,8	4,0
1977	28,4	37,7	4,2	85,7	18,5	1,8	30,4	-0,1	194,8	236,7	3,9
1978	18,8	40,8	8,1	85,5	16,2	0,1	30,3	0,6	145,4	164,8	4,2
1979	28,8	43,8	7,4	81,7	14,1	1,5	27,8	3,6	129,9	175,5	3,9
1980	26,0	50,6	15,5	83,5	14,4	2,3	34,7	3,0	132,1	156,2	2,6
1981	26,3	58,6	16,0	81,6	18,5	5,5	30,4	6,0	111,4	130,2	1,3
1982	24,0	69,6	18,7	75,6	16,2	6,0	30,3	6,2	108,1	142,1	7,0
1983	16,6	87,8	26,2	73,6	21,2	7,4	26,0	4,1	110,8	134,1	15,3
1984	18,3	112,8	28,4	79,9	20,0	5,9	23,4	2,8	114,6	146,6	14,6
1985	22,5	169,2	50,0	91,4	19,7	4,4	28,2	7,6	113,5	148,1	15,1
1986	20,9	217,0	28,2	108,5	18,0	0,3	22,8	3,4	138,3	196,7	15,9
1987	24,0	262,1	20,8	111,2	17,6	1,9	32,9	0,0	106,7	116,1	31,1
1988	28,1	333,0	27,0	111,3	18,5	2,5	25,8	2,7	107,3	142,9	26,7
1989	26,1	429,3	28,9	113,5	18,7	2,4	29,1	1,4	85,2	116,2	33,5
1990	32,4	563,4	31,2	127,4	16,8	0,5	25,8	0,0	92,3	95,1	39,3
1991	26,8	630,4	11,9	123,7	17,3	0,0	30,6	-1,9	89,6	90,8	31,4
1992	25,1	733,4	16,3	117,4	19,1	-0,1	41,0	0,3	84,2	69,0	30,1
1993	22,6	803,5	9,6	118,2	18,4	-0,1	30,0	4,8	85,2	76,8	28,0
1994	22,6	829,2	3,2	109,8	23,4	0,0	25,3	4,0	101,3	157,3	23,4
1995	19,5	988,2	19,7	111,7		0,4	20,2	5,8	99,0	158,4	29,3
1996	21,6	1000,4	1,2	109,1		1,9	16,5	8,2	95,8	131,2	36,7
1997	17,7	1296,9	29,6	101,9		3,1	21,7	6,7	96,4	194,3	32,6

(1) Crecimiento porcentual del IPC.

(2) Fin del período. Fuente: Banco de la República.

(3) Porcentaje de crecimiento de la tasa de cambio nominal.

(4) De 1951 a 1974 corresponde a la TCR calculada con información para 10 socios comerciales. De 1975 a 1994 corresponde a la TCR publicada por el Banco de la República. Fuente: Revista del Banco de la República, estadísticas del FMI y cálculos de los autores.

(5) Gastos en consumo e inversión de las administraciones públicas. Fuente: Herrera (1998) y Dane.

(6) Fuente: Banco de la República (1993) y Dane.

(7) Fuente: Banco de la República (1993) y Revista del Banco de la República.

(8) Cuenta de capital de la balanza de pagos. Fuente: Banco de la República (1993), Revista del Banco de la República y Dane.

(9) Fuente: FMI

(10) Fuente: Federación Nacional de Cafeteros de Colombia, Boletín de Información Estadística sobre Café, diversos números, y Junguito y Pizano (1997).

(11) Incluye exportaciones de petróleo, carbón y ferromanganeso. Fuente: Banco de la República.

Anexo 3. BASE DE DATOS (Continuación)

Año	Aranceles de importación (%) (12)	Licencias de importación (13)	Productividad no transables (1951=100) (14)	Productividad transables (1951=100) (15)	Inflación Venezuela (%) (16)	Devaluación Venezuela (%) (17)	Apreciación del dólar (Control el marco aleman) (18)	Tasa Tbills (%) (19)	Inflación EEUU (%) (20)	Incentivo fiscal a devaluar (% del PIB) (21)
1951	25,0	25,0	100,0	100,0	6,3	0,0	0,0	1,6	10,6	-
1952	19,4	20,0	98,2	100,1	0,0	0,0	0,0	1,8	-2,9	-
1953	21,0	15,0	95,0	100,4	-2,0	-3,5	0,0	1,9	-1,0	-
1954	21,8	10,0	95,9	98,2	2,7	14,5	0,0	1,0	0,2	-
1955	23,8	15,0	95,6	98,9	0,8	-12,0	0,4	1,8	0,2	-
1956	21,1	22,1	96,1	99,0	-2,4	0,4	-0,4	2,7	3,4	-
1957	16,7	29,1	97,3	98,4	0,4	3,4	0,1	3,3	2,7	-
1958	18,3	42,2	97,2	97,8	1,4	0,0	-0,6	1,8	1,5	-
1959	18,5	39,0	96,9	95,0	2,6	0,0	-0,2	3,4	0,2	-
1960	17,8	40,1	95,0	95,5	0,8	0,0	0,0	2,9	0,2	-
1961	16,4	39,4	95,6	94,1	1,5	0,0	-4,2	2,4	-0,4	4,4
1962	15,5	47,4	95,4	94,4	4,9	0,0	0,1	2,8	0,2	3,9
1963	13,7	62,4	94,7	94,6	3,1	0,0	-0,6	3,2	-0,4	4,1
1964	12,7	62,7	95,1	93,1	4,2	34,4	0,1	3,6	0,2	3,8
1965	15,8	84,9	94,5	94,8	3,4	0,0	0,7	4,0	2,0	3,3
1966	22,7	43,6	94,2	95,0	1,3	0,0	-0,7	4,9	3,4	5,9
1967	16,1	96,2	93,6	94,7	1,3	0,0	0,6	4,3	0,2	5,3
1968	12,9	83,0	93,2	93,3	1,7	0,0	0,0	5,3	2,4	5,3
1969	14,1	82,8	92,5	92,3	1,6	0,0	-7,8	6,7	3,9	5,7
1970	15,6	81,0	90,5	93,3	1,5	0,0	-1,1	6,5	3,6	5,9
1971	15,7	71,7	89,4	93,3	3,5	0,1	-10,4	4,3	3,3	5,0
1972	16,7	71,9	89,5	90,9	3,4	-2,2	-2,0	4,1	4,4	5,3
1973	15,9	68,8	87,2	91,0	6,4	-2,2	-15,6	7,0	13,1	5,5
1974	12,8	56,4	87,0	89,4	16,5	-0,5	-10,9	7,9	18,8	4,5
1975	13,0	57,2	87,8	89,8	14,3	0,0	8,8	5,8	9,3	4,4
1976	12,8	60,2	86,9	90,2	7,2	0,1	-9,9	5,0	4,6	3,0
1977	13,4	58,8	87,4	90,8	10,5	0,1	-10,9	5,3	6,1	3,3
1978	12,7	57,2	87,1	88,3	7,3	0,0	-13,2	7,2	7,8	2,9
1979	12,6	55,6	86,4	87,7	9,3	0,0	-5,3	10,0	12,5	3,6
1980	12,0	56,0	86,0	87,6	19,9	0,0	13,1	11,6	14,2	3,6
1981	11,4	47,8	86,4	88,9	13,9	0,0	15,1	14,1	9,1	3,4
1982	11,4	45,3	85,3	90,5	8,1	0,0	5,4	10,7	2,0	2,7
1983	10,7	58,6	86,0	90,6	6,9	0,1	14,6	8,6	1,2	2,6
1984	10,4	71,9	86,5	88,2	17,5	63,3	15,6	9,6	2,4	3,9
1985	16,1	85,2	85,9	88,1	15,2	6,9	-21,8	7,5	-0,5	4,8
1986	18,9	57,6	86,3	83,5	17,6	7,8	-21,1	6,0	-2,9	9,8
1987	24,0	54,7	88,1	80,0	44,8	79,4	-18,5	5,8	2,6	6,5
1988	21,1	52,8	87,6	80,8	19,3	0,0	-0,1	6,7	4,0	4,1
1989	19,5	55,3	88,8	78,5	97,5	139,2	7,4	8,1	5,0	5,0
1990	18,0	38,3	87,7	77,7	27,2	35,2	-12,0	7,5	3,6	5,9
1991	5,9	11,8	89,4	77,1	22,3	21,1	1,5	5,4	0,2	3,6
1992	6,4	10,0	88,1	78,6	23,6	20,3	6,5	3,5	0,6	1,6
1993	6,4	9,0	83,3	78,9	34,9	32,8	0,8	3,0	1,5	3,0
1994	6,4	8,0	78,8	79,2	78,1	63,5	-4,8	4,3	1,3	3,7
1995	6,4	-	-	-	57,8	19,1	-7,4	5,5	3,6	4,2
1996	6,4	-	-	-	103,2	136,0	8,5	5,0	2,3	5,8
1997	6,4	-	-	-	29,3	20,6	15,3	5,2	0,1	4,9

(12) Fuente: Sánchez, Rodríguez y Nuñez (1996).

(13) Importaciones bajo requerimiento de licencia como porcentaje de las importaciones totales. De 1992 a 1994 suponemos que este porcentaje decrece gradualmente. Fuente: Ocampo (1989b).

(14) y (15) Fuente: Suescún (1997).

(15) Fuente: Suescún (1997).

(16) a (20) FMI. Tbilis es la tasa de los bonos del Tesoro a 3 meses.

(21) Calculado de la siguiente manera: (Impuestos a las importaciones + impuestos a las exportaciones de café + cambio anual de la deuda pública externa-intereses de la deuda pública externa + exportaciones netas de Ecopetrol + exportaciones de carbón)/PIB. Fuente: Banco de la República, Ecopetrol y Musalen R. (1971).

La credibilidad de la banda cambiaria en Colombia: implicaciones sobre el diferencial de tasas de interés

Arturo José Galindo A.¹

RESUMEN

En este artículo se analiza la credibilidad de la banda cambiaria en Colombia y en particular su impacto sobre el diferencial de tasas de interés. Un modelo de credibilidad imperfecta al estilo de Werner (1995) es desarrollado, y se utiliza para explicar el comportamiento de la tasa de cambio y del diferencial de tasas de interés en Colombia durante el período Diciembre 1994 - Septiembre 1998. La característica principal del modelo es que las expectativas de devaluación de la paridad central son endógenas con respecto a la posición de la tasa de cambio al interior de las bandas. Una implicación central del modelo es que las expectativas de depreciación tienden a incrementar en lugar de disminuir al acercarse la

tasa de cambio a la banda superior cuando no se goza de perfecta credibilidad. Otra implicación es que el diferencial de tasas de interés se vuelve más volátil cuando hay credibilidad imperfecta. Al estimar la relación entre diferenciales de tasas de interés y la tasa de cambio se encuentra que la banda Colombiana careció de credibilidad durante este período.

I. INTRODUCCIÓN

Una de las propiedades más atractivas de los modelos básicos de bandas cambiarias² es que la tasa de cambio tiende a volver al centro de la banda cada vez que la economía experimenta choques que la empujan hacia alguno de los extremos. En el modelo básico de bandas cambiarias, Krugman(1991) muestra que la tasa de cambio al interior de las bandas exhibe un comportamiento de estabilización automática, es decir tiende a revertirse hacia

¹ Investigador Subgerencia Monetaria y de Reservas Banco de la República. Las opiniones expresadas en este artículo no comprometen al Banco de la República ni a su junta directiva. Una primera versión de este artículo fue escrita en Diciembre de 1998 mientras el autor estaba en licencia académica del Banco de la República en la Universidad de Illinois en Urbana-Champaign. Agradezco los comentarios de Alberto Carrasquilla, Hilde Patrón y los asistentes al seminario en Fedesarrollo a versiones anteriores.

² Ver Krugman (1991).

su media. Este resultado se traduce en el comportamiento del diferencial de tasas de interés. Cuando la tasa de cambio alcanza la banda superior hay expectativas de que esta va a retornar al medio y el diferencial de tasas de interés -que refleja las expectativas de apreciación o depreciación- se torna negativo. Lo contrario sucede cuando la tasa de cambio visita la banda inferior. Esta propiedad, desafortunadamente, no es inherente a cualquier banda cambiaria; se encuentra únicamente en bandas perfectamente creíbles³.

Dada la débil sustentación empírica de este tipo de modelos⁴, diversos autores los han extendido incorporando la posibilidad de que la banda cambiara sea realineada. Algunos ejemplos de esta literatura se encuentran en Bertola y Caballero (1992) quienes suponen que dentro de la banda la probabilidad de un realineamiento es cero, pero que al llegar la tasa de cambio a la banda se vuelve positiva; Bertola y Svensson (1993) quienes modelan la probabilidad de realinear la banda como un proceso estocástico posiblemente correlacionado con el proceso que le da movimiento a los fundamentales que determinan la tasa de cambio; y Werner (1995) quien modela la probabilidad como una función de la posición en que se encuentran los fundamentales en su banda implícita.

En este trabajo la probabilidad de un realineamiento es modelada como una función de la posición de la tasa de cambio dentro de la banda. Si bien el espíritu del modelo es similar al de Werner, se diferencia

³ En este contexto, se dice que una banda es perfectamente creíble, si la probabilidad de una devaluación (o revaluación) de la paridad central de la banda es estadísticamente nula.

⁴ Ver Flood et.al (1991) y Rose y Svensson (1995) para una discusión empírica sobre las bandas cambiarias en el sistema monetario europeo.

fundamentalmente en que la probabilidad es función de una variable observada por todos los agentes -la tasa de cambio-, mientras que en el de Werner es una función de una variable no observable -los fundamentales. En cualquier caso, la relación entre diferenciales de tasas de interés y tasa de cambio son equivalentes en ambos modelos.

Con el fin de contrastar la validez empírica de un modelo de estas características para el caso Colombiano, se estima la relación entre el diferencial de tasas de interés y la tasa de cambio para el período comprendido entre Diciembre de 1994 y Septiembre de 1998, así como la volatilidad del diferencial de tasas de interés para el mismo período. El propósito de analizar dicha volatilidad es que ella provee información relevante sobre la credibilidad de la banda.

El resto del artículo está organizado de la siguiente manera. En la segunda parte se presenta el modelo y sus implicaciones, en la tercera se describe el método de estimación y las pruebas de credibilidad propuestas en este trabajo. En la cuarta parte se presentan los resultados de la estimación, y en la quinta y última se concluye.

II. EL MODELO

En esta sección se presenta un modelo de bandas cambiarias con credibilidad imperfecta, en el cual las expectativas de devaluación de la paridad central son determinadas endógenamente. Como es característico en este tipo de literatura, el modelo parte de una ecuación monetaria para la determinación de la tasa de cambio de la forma:

$$s = f + \alpha \frac{E[ds]}{dt} \quad (1)$$

donde s es el logaritmo de la tasa de cambio, α la semi-elasticidad de la demanda de dinero con res-

pecto a la tasa de interés, y f un conjunto de fundamentales⁵ que siguen un proceso Browniano de la forma:

$$df = \sigma dW \quad (2)$$

con W un proceso de Wiener estandarizado, i.e. $E[dW] = 0$ y $E[(dW)^2] = dt$. Se supone que el banco central no interviene en el interior de la banda sino únicamente en los extremos⁶.

Siguiendo a Bertola y Svensson (1993), las variables se definen en términos de desviaciones con respecto a la paridad central de la banda. En específico se definen $x = s - c$ y $h = f - c$ como las desviaciones de la tasa de cambio y de los fundamentales con respecto al centro de la banda, c .

Adicionalmente, las expectativas del lado derecho de (1) se pueden descomponer de la siguiente manera:

$$\frac{E_t[d\hat{s}]}{dt} = \frac{E_t[d\hat{x}]}{dt} + \frac{E_t[d\hat{q}]}{dt} \quad (3)$$

donde el primer término es la depreciación esperada de la tasa de cambio dentro de la banda, y el segundo es la devaluación esperada de la paridad central. Este término es el que determina si la banda es creí-

⁵ En el modelo más sencillo $f = m + v$ donde m es la oferta monetaria y v choques aleatorios. La ecuación 1 es una ecuación monetaria del tipo de cambio. Para derivarla suponemos que la demanda de dinero está dada $m - p = y - \alpha i$ con p el nivel de precios, i la tasa de interés, e y el ingreso. Todas las variables, a excepción de la tasa de interés se encuentran en logaritmos. Suponemos también que existe una economía foránea con una función de demanda similar. Las variables foráneas se identifican con un*. Restando ambas demandas obtenemos: $(p-p^*) = (m-m^*) - (y-y^*) + \alpha(i-i^*)$. Bajo el supuesto de PPA, la tasa de cambio, s , es igual a $(p-p^*)$, lo que implica que $s = (m-m^*) - (y-y^*) + \alpha(i-i^*)$. Suponiendo paridad descubierta de tasas de interés, llegamos a: $(i-i^*) = E[ds]/dt$ y $s = (m-m^*) - (y-y^*) + \alpha E[ds]/dt$ o $s = f + \alpha E[ds]/dt$. Una prima de riesgo se podría incluir y el resultado sería semejante.

ble. En caso de serlo $\frac{E_t(dc)}{dt}$ será igual a cero. La depreciación esperada de la paridad central es igual al producto de la probabilidad de una devaluación y su tamaño. De manera análoga a Werner(1995), se supone que en cada instante la probabilidad de una devaluación está dada por:

$$\frac{p}{w} |s - c| dt \quad (4)$$

donde w es el ancho de la banda cambiaria y p es un parámetro que relaciona cambios en la tasa de cambio con la probabilidad de un realineamiento de la paridad central. Werner (1995) supone que la probabilidad es una función similar a (4) pero no en términos de s , la tasa de cambio, sino en términos de f . Dado que los fundamentales no son observables, y que los agentes leen información inherente a ellos en la tasa de cambio y no en ellos directamente, este artículo supone que la probabilidad está guiada por la tasa de cambio, i.e. por la variable observable. La ecuación (4) establece que la probabilidad de un realineamiento es una función creciente de la posición de la tasa de cambio si la tasa de cambio está en la fracción superior de la banda ($s - c = x > 0$), y decreciente si la tasa de cambio está en la zona inferior ($s - c = x < 0$). Si los agentes perciben que el Banco Central no desea (o no puede) incurrir en los costos necesarios de defender la banda, y piensan que va a preferir mover la banda cuando el momento de defender sea inminente, formarán sus expectativas de acuerdo a ello y le

⁶ Si se omite este supuesto y se permite que el Banco Central intervenga dentro de la banda, los fundamentales dejarán de seguir un proceso Browniano y en cambio seguirán uno de Ornstein-Uhlenbeck (un proceso con revertimiento hacia la media). Esto hará que la solución al problema de determinación de la tasa de cambio esté en términos de funciones hipergeométricas. Una discusión se encuentra en Froot y Obstfeld (1991). Con el fin de mantener el análisis en el nivel más sencillo posible, se evita este tipo de comportamiento y se hace el supuesto de no-intervención dentro de las bandas.

asignarán un valor positivo a p . Es decir, aumentará la probabilidad de una devaluación de la paridad central al acercarse la tasa de cambio a la banda superior, y se generarán expectativas de revaluación en el caso opuesto⁷. Cuando la tasa llega a la banda, la probabilidad de realinear la paridad central alcanza su máximo.

La magnitud de la devaluación de la paridad central está dada por k si $x > 0$, y $-k$ si $x < 0$, es decir, si la tasa de cambio está en la zona superior de la banda se espera una devaluación de la paridad central, y si la tasa está en la inferior una revaluación. Por simplicidad k se supone constante.

Combinando las ecuaciones (1) - (4) se obtiene la siguiente expresión para la tasa de cambio al interior de las bandas:

$$x = \frac{w}{w - \alpha pk} \left(h + \alpha \frac{dx}{dt} \right) \quad (5)$$

Como en Krugman, el modelo se resuelve derivando $E[dx]/dt$, solucionando la ecuación diferencial resultante, e imponiendo condiciones marginales para identificar la solución única. Para hacerlo suponemos una solución de la forma $X(h)$ ⁸, al problema de determinación de la tasa de cambio. Utilizando la ecuación (5) e invocando el lema de Itô⁹ obtenemos:

$$dx = \frac{1}{2} X_{hh}(h) \sigma^2 dt + X_h(h) \sigma dW \quad (6)$$

donde $X_{hh}(h)$ es la segunda derivada de $X(h)$ con respecto a h . Tomando expectativas y combinando

el resultado con (5), se obtiene la siguiente ecuación diferencial de segundo orden:

$$X(h) = \frac{w}{w - \alpha pk} \left(h + \frac{\alpha}{2} X_{hh}(h) \sigma^2 \right) \quad (7)$$

La solución general de (7) está dada por:

$$X(h) = \frac{w}{w - \alpha pk} h + C_1 e^{\lambda h} + C_2 e^{-\lambda h} \quad (8)$$

donde C_1 y C_2 son constantes de integración, y

$$\lambda = \sqrt{\frac{2}{\alpha \sigma^2}} \cdot \sqrt{\frac{w - \alpha pk}{w}} \quad (9)$$

Si se supone que la banda es simétrica alrededor de la paridad central se cumple que $C_1 = -C_2 = C$, y (8) se convierte en:

$$X(h) = \frac{w}{w - \alpha pk} h + C \left(e^{\lambda h} - e^{-\lambda h} \right) \quad (10)$$

Para identificar una solución única se utiliza la siguiente condición de "smooth pasting"¹¹:

$$\frac{\partial X}{\partial h} \Big|_{h=\bar{h}} = \frac{w}{w - \alpha pk} + C \lambda \left(e^{\lambda \bar{h}} + e^{-\lambda \bar{h}} \right) = 0 \quad (11)$$

¹⁰ La condición de "smooth pasting" implica que en las bandas la tasa de cambio es completamente insensible a cambios en los fundamentales. La intuición detrás de esta es la siguiente. Dado que los fundamentales al interior de la banda siguen un proceso Browniano, el valor esperado de un cambio en ellos es igual a cero. Pero en las bandas el valor esperado de un cambio en los fundamentales es diferente de cero porque se espera que el Banco Central intervenga. En las bandas hay una discontinuidad en los fundamentales. Cuando estos llegan a la banda deben permanecer ahí o retornar al interior. En la banda superior el valor esperado de un cambio en los fundamentales es negativo, y positivo en la inferior. Si bien los fundamentales son discontinuos, la tasa de cambio no puede serlo, porque esto permitiría oportunidades de arbitraje. Si la condición de "smooth pasting" no se cumpliera, la discontinuidad en el valor esperado en el cambio de los fundamentales implicaría una discontinuidad en el cambio de la tasa de cambio, y por ende una discontinuidad en la tasa de cambio misma. La única manera de evitar esto, y de permitir que la tasa de cambio mantenga una solución continua dada la discontinuidad en los fundamentales, es haciendo que la tasa de cambio sea completamente insensible a ellos (u horizontal) en el punto de la discontinuidad.

⁷ Cukierman et al.(1993) desarrollan un modelo de economía política de bandas cambiarías bajo credibilidad imperfecta en esta dirección.

⁸ $X(h)$ se supone continua y doblemente diferenciable en h .

⁹ El lema de Itô dice que si $y = f(x)$ y x sigue un proceso Browniano de la forma $dx = \mu dt + \sigma dw$, entonces $dy = [f_x(x)\mu + (1/2)f_{xx}(x)\sigma^2]dt + f_x(x)\sigma dw$.

donde \bar{h} es el valor máximo que toman los fundamentales, es decir, el valor de h cuando $x = \bar{x}$, con \bar{x} el valor de la tasa de cambio en la banda superior.

Despejando para C en (11) y reemplazando el resultado en (10) obtenemos la solución particular del problema:

$$X(h) = \frac{w}{w - \alpha pk} \left[h - \frac{(e^{\lambda h} - e^{-\lambda h})}{\lambda(e^{\lambda \bar{h}} + e^{-\lambda \bar{h}})} \right] \quad (12)$$

Si hay perfecta credibilidad en la banda $p = 0$ y la solución es idéntica a la de Krugman (1991). Para identificar \bar{h} se utiliza la siguiente condición, que establece que para el máximo nivel de los fundamentales la tasa de cambio está tocando la banda:

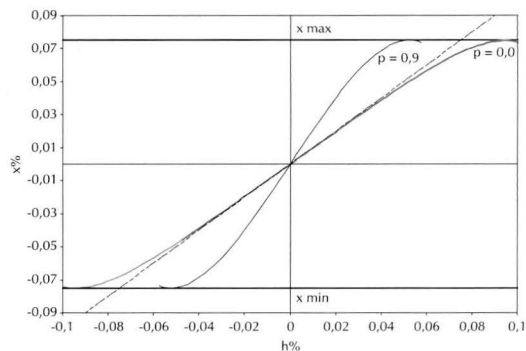
$$X(\bar{h}) = \frac{w}{w - \alpha pk} \left[\bar{h} - \frac{(e^{\lambda \bar{h}} - e^{-\lambda \bar{h}})}{\lambda(e^{\lambda \bar{h}} + e^{-\lambda \bar{h}})} \right] = \bar{x} \quad (13)$$

Es importante anotar que h no se puede resolver algebraicamente. Para hacerlo es necesario utilizar métodos numéricos.

El Gráfico 1 muestra la solución (12) para dos valores alternativos de p : $p = 0,9$ y el caso de perfecta credibilidad $p = 0,0^{11}$. La línea punteada tiene una pendiente de 45 grados y representa la solución del problema de determinación de la tasa de cambio cuando hay perfecta flotación. La implicación fundamental del Gráfico 1 es que cuando hay credibilidad imperfecta, dado que la solución yace sobre la recta de 45 grados, los efectos de estabilización inherentes a las bandas creíbles y documentados en Krugman (1991) se desvanecen.

El Gráfico 1 sugiere que la tasa de cambio tiende a acercarse más rápidamente a las bandas en el caso

Gráfico 1. TASA DE CAMBIO DENTRO DE LAS BANDAS



Fuente: Cálculos del autor.

de credibilidad imperfecta comparado con el de perfecta credibilidad. Esto sucede porque dada la manera como responden las expectativas, los choques a la tasa de cambio tienden a magnificarse. Para choques de igual magnitud, la tasa de cambio en el caso de imperfecta credibilidad fluctúa más. Por esta razón es que los valores de los fundamentales a los cuales la tasa de cambio es tangente a las bandas son menores en valor absoluto cuando hay credibilidad imperfecta.

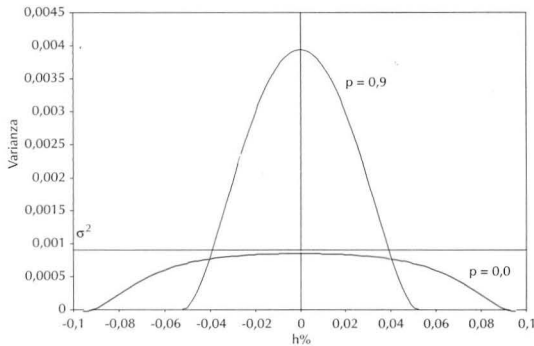
Para clarificar el porqué se pierden las propiedades estabilizadoras de la banda es conveniente analizar qué pasa con la volatilidad instantánea de la tasa de cambio bajo cada régimen. La volatilidad instantánea se define como:

$$\sigma_x^2 = (X_h(h)\sigma)^2 = \left[\frac{w\sigma}{w - \alpha pk} \left(1 - \frac{e^{\lambda h} + e^{-\lambda h}}{e^{\lambda \bar{h}} + e^{-\lambda \bar{h}}} \right) \right]^2 \quad (14)$$

El Gráfico 2 muestra la volatilidad bajo los mismos dos escenarios descritos anteriormente. La línea horizontal representa la volatilidad de la tasa de cambio en un régimen de tipo de cambio flexible. Cuando la banda es creíble la volatilidad de la tasa de cambio es inferior a la del régimen flexible a lo

¹¹ El resto de valores utilizados en el gráfico son $\alpha k = w = 0,075$. Al solucionar numéricamente (13) para $p = 0,9$ y $p = 0,0$, se obtienen valores para de 0,0524 y 0,0946 respectivamente.

Gráfico 2. VARIANZA DE LA TASA DE CAMBIO AL INTERIOR DE LAS BANDAS



Fuente: Cálculos del autor.

largo de toda la banda. Con credibilidad imperfecta, dado que los choques a los fundamentales tienden a magnificarse, la tasa de cambio se vuelve extremadamente volátil en el interior de la banda. Si la tasa de cambio está en el centro, por ejemplo, y es golpeada, tiende a alejarse aceleradamente de la paridad central en la dirección dictaminada por el choque.

La varianza instantánea es una medida de la volatilidad de la tasa de cambio que depende de la posición de los fundamentales dentro de su banda implícita, o alternativamente de la posición de la tasa de cambio dentro de la banda. Una medida de "largo plazo" independiente de la posición de los fundamentales es la varianza asintótica. Esta está dada por:

$$\begin{aligned}
 Var_{\infty}(X) = & \left(\frac{w}{w - \rho\alpha k} \right)^2 Var_{\infty}(h) + \\
 & \left(\frac{w}{w - \rho\alpha k} \cdot \frac{1}{\lambda(e^{\lambda\bar{h}} + e^{-\lambda\bar{h}})} \right)^2 Var_{\infty}(e^{\lambda h} - e^{-\lambda h}) + \\
 & \left(2 \cdot \left(\frac{w}{w - \rho\alpha k} \right)^2 \cdot \frac{1}{\lambda(e^{\lambda\bar{h}} + e^{-\lambda\bar{h}})} \right) Cov_{\infty}(h, e^{\lambda h} - e^{-\lambda h})
 \end{aligned} \tag{15}$$

donde $Var_{\infty}(\cdot)$ y $Cov_{\infty}(\cdot)$ son las varianzas y covarianzas asintóticas de los términos dentro del paréntesis. Dado que h sigue un movimiento Browniano sin deriva y tiene barreras reflexivas su distribución es uniforme en $(-h, h)^{12}$, por lo tanto los términos $Var_{\infty}(\cdot)$ y $Cov_{\infty}(\cdot)$ están dados por¹³:

$$Var_{\infty}(h) = \frac{1}{h} \int_0^{\bar{h}} h^2 dh = \frac{\bar{h}^2}{3} \tag{16}$$

$$Var_{\infty}(e^{\lambda h} - e^{-\lambda h}) = \tag{17}$$

$$\frac{1}{h} \int_0^{\bar{h}} (e^{\lambda h} - e^{-\lambda h})^2 dh = \frac{1}{2h\lambda} (e^{2\lambda\bar{h}} - e^{-2\lambda\bar{h}} - 4\lambda\bar{h})$$

$$Cov_{\infty}(h, e^{\lambda h} - e^{-\lambda h}) = \tag{18}$$

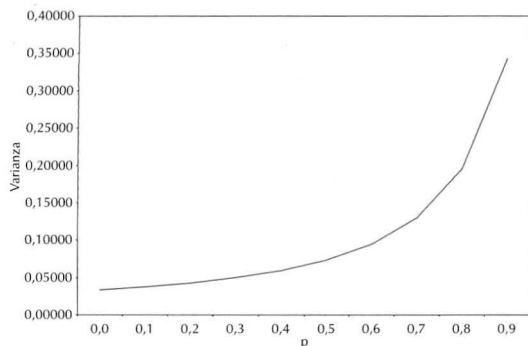
$$\begin{aligned}
 & \frac{1}{h} \int_0^{\bar{h}} (he^{\lambda h} - he^{-\lambda h}) dh \\
 & = \frac{1}{h} \left(\frac{\bar{h}}{\lambda} (e^{\lambda\bar{h}} + e^{-\lambda\bar{h}}) + \frac{1}{\lambda^2} (e^{-\lambda\bar{h}} - e^{\lambda\bar{h}}) \right)
 \end{aligned}$$

Reemplazando (16)-(18) en (15) se obtiene la varianza asintótica de la tasa de cambio. A pesar de ser un término agradable de leer no se reproduce aquí, en cambio, en el Gráfico 3, se presenta una simulación de (15) para diferentes valores de p y los mismos valores de los otros parámetros utilizados en los gráficos anteriores. Una banda no creíble se caracteriza por una volatilidad mayor de la tasa de cambio. A menor credibilidad mayor volatilidad de la tasa de cambio. De nuevo la explicación tiene que ver con la formación de las expectativas de devaluación de la tasa de cambio. En la banda con credibilidad im-

¹² La función de densidad asintótica de h está dada por: $\varphi(h) = \frac{1}{2\bar{h}}$, dado que la banda es simétrica, es decir que $-\bar{h} = \bar{h}$.

¹³ Ver Harrison (1985) para una discusión al respecto.

Gráfico 3. VARIANZA ASINTÓTICA DE LA TASA DE CAMBIO



Fuente: Cálculos del autor.

perfecta las expectativas tienden a fluctuar de manera acelerada fundamentalmente por el efecto que en ellas induce el hecho de que la probabilidad de una devaluación de la paridad central crece con cualquier movimiento de la tasa de cambio en dirección contraria de la paridad central. El movimiento en las expectativas, de acuerdo a la ecuación 1, condiciona el comportamiento de la tasa de cambio.

Una diferencia fundamental entre uno y otro caso es el comportamiento del diferencial de tasas de interés. Dados los supuestos del modelo, el diferencial es igual a las expectativas de depreciación del tipo de cambio. Partiendo de (1), el diferencial se puede definir como:

$$i - i^* = \frac{Eds}{dt} = \frac{x - h}{\alpha} \quad (19)$$

Reemplazando la solución de x en (19) se obtiene:

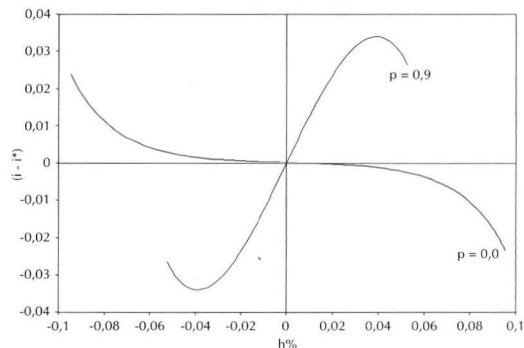
$$i - i^* = \frac{1}{\alpha} \left[\frac{\rho\alpha k}{w - \rho\alpha k} h - \frac{w}{w - \rho\alpha k} \left(\frac{e^{\lambda h} - e^{-\lambda h}}{\lambda(e^{\lambda h} + e^{-\lambda h})} \right) \right] \quad (20)$$

En el Gráfico 4 se muestra el diferencial de tasas de interés para los mismos valores de p . El modelo bá-

sico de bandas cambiarias está caracterizado por una relación inversa entre tipo de cambio y tasas de interés. Esto es, bajo perfecta credibilidad hay expectativas de futura apreciación de la tasa de cambio cuando ésta se acerca a la banda superior, y expectativas de depreciación cuando la tasa de cambio se acerca al límite inferior. Esto sucede porque los agentes esperan que el banco central va a intervenir, vendiendo o comprando reservas cuando la tasa toque alguna banda con el fin de mantenerla dentro de ella. La sola expectativa de que el Banco Central va a cumplir el compromiso de defender la banda, genera este comportamiento. Las expectativas a su turno, se trasladan gradualmente a la tasa de cambio, haciendo que eventualmente retorne al centro de la banda. Mientras más cerca esté la tasa de cambio a la banda superior, mayores serán las expectativas de apreciación. Lo contrario sucede cuando la tasa de cambio está en la zona inferior. De esta manera se determina una relación decreciente y no lineal entre expectativas de depreciación y la tasa de cambio.

Cuando la banda no es creíble la relación es la opuesta. Los agentes le asignan una probabilidad al hecho de que el banco central posiblemente no va a cumplir su cometido y eventualmente irán a reali-

Gráfico 4. DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERÉS



Fuente: Cálculos del autor.

near la paridad central de la banda. Mientras más se acerque la tasa de cambio a la banda, mayor será la probabilidad de una devaluación. Este hecho se refleja en el diferencial; una mayor probabilidad de realineamiento se traduce en un diferencial mayor.

Dado que los fundamentales siguen un proceso Browniano, es posible mostrar¹⁴ que el diferencial de tasas de interés, δ , sigue también un proceso de Itô de la forma:

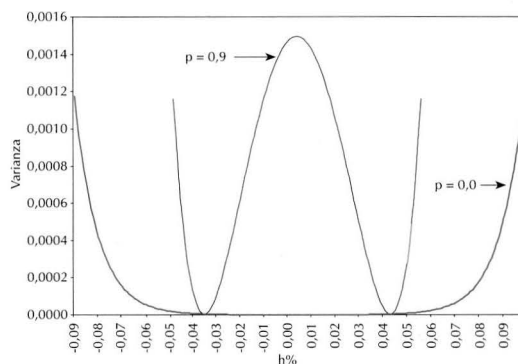
$$d\delta = \mu^\delta(h)dt + \sigma^\delta(h)dW + \delta_h(\bar{h})dL - \delta_h(\bar{h})dU \quad (21)$$

donde los dos últimos términos incorporan los efectos de los reguladores que operan en los bordes de las bandas. Los términos μ^δ y σ^δ se pueden obtener aplicando el lema de Itô sobre (21). Haciendo esto se obtiene la varianza instantánea, la cual está dada por,

$$(\sigma^\delta(h))^2 = (\delta_h(h)\sigma)^2 \quad (22)$$

En el Gráfico 5 se muestra la varianza instantánea del diferencial de tasas de interés para los mismos dos escenarios de credibilidad discutidos anteriormente. La varianza instantánea depende fundamentalmente de la primera derivada de (20) con respecto a los fundamentales. De ahí el comportamiento observado en el Gráfico 5. Lo interesante a notar es que bajo perfecta credibilidad la volatilidad de las tasas de interés es baja en casi toda la banda y solo aumenta cuando la tasa de cambio llega a los límites de la banda. Cuando hay credibilidad imperfecta la tasa de interés no solo es volátil en los extremos sino también en el centro de la banda. Esto se debe a que los movimientos de la tasa de cambio en el modelo con credibilidad imperfecta, por pequeños

Gráfico 5. VOLATILIDAD INSTANTÁNEA DEL DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERÉS



Fuente: Cálculos del autor.

que sean, generan expectativas de depreciación significativas, sobre todo cuando la tasa de cambio está cerca del centro de la banda y es apartada de él por algún choque estocástico.

La varianza asintótica del diferencial está dada por:

$$\text{Var}_\infty(\delta) = \left(\frac{1}{\alpha} \cdot \frac{\rho\alpha k}{w - \rho\alpha k} \right)^2 \text{Var}_\infty(h) + \quad (23)$$

$$\left(\frac{1}{\alpha} \cdot \frac{w}{w - \rho\alpha k} \cdot \frac{1}{\lambda(e^{\lambda\bar{h}} + e^{-\lambda\bar{h}})} \right)^2 \text{Var}_\infty(e^{\lambda h} - e^{-\lambda h}) +$$

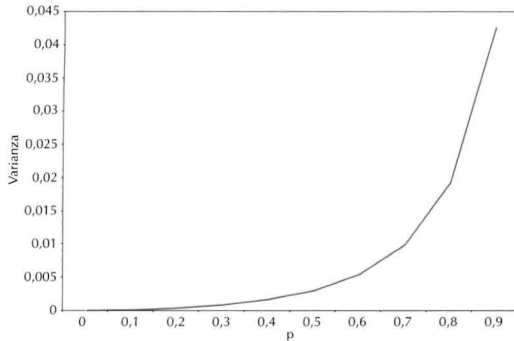
$$\left(\frac{2}{\alpha} \cdot \frac{\rho k}{w - \rho\alpha k} \cdot \frac{w}{w - \rho\alpha k} \cdot \frac{1}{\lambda(e^{\lambda\bar{h}} + e^{-\lambda\bar{h}})} \right) \text{Cov}_\infty(h, e^{\lambda h} - e^{-\lambda h})$$

Reemplazando (16)-(18) en (23) se obtiene esta medida de volatilidad del diferencial de tasas de interés, la cual se muestra en el Gráfico 6. En la banda con credibilidad imperfecta las expectativas tienden a fluctuar de manera acelerada.

Es importante notar que tanto en el modelo con credibilidad imperfecta como en el de credibilidad perfecta, la tasa de cambio tiende a concentrarse en los alrededores de las bandas. Es decir, en ambos modelos la distribución probabilística de la tasa de

¹⁴ Ver Svensson(1991) para mayores detalles.

Gráfico 6. VARIANZA ASINTÓTICA DEL DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERÉS



Fuente: Cálculos del autor.

cambio tiene forma de U. La diferencia es que en el modelo con credibilidad imperfecta la concentración de masa en los extremos es mayor que aquella en el modelo básico.

En cualquiera de los modelos, dado que los fundamentales siguen un proceso Browniano, la densidad incondicional de los fundamentales está dada por¹⁵:

$$\phi^h(h) = \frac{1}{2h} \quad (24)$$

Utilizando la regla del cambio de variables se encuentra que la densidad incondicional de la tasa de cambio al interior de las bandas tiene la siguiente forma:

$$\phi^x(x) = \frac{\phi^h(x^{-1}(x))}{|x_h(x^{-1}(x))|} \quad (25)$$

donde $x^{-1}(x)$ es la inversa de (12). Dado que $x^{-1}(x)$ se encuentra definida implícitamente, es necesario

¹⁵ Ver Harrison(1985) y Svensson(1991) para una discusión. La ecuación (25) muestra la densidad incondicional para el caso en que no hay deriva en el proceso fundamental y las bandas son simétricas.

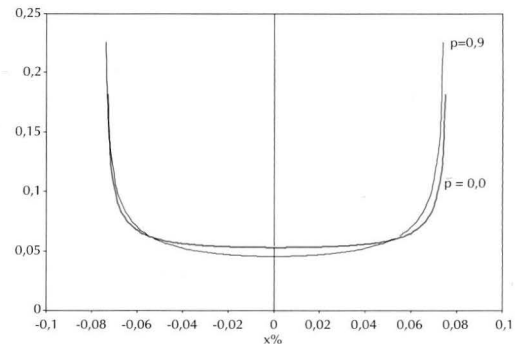
utilizar métodos numéricos para calcular $\phi^x(x)$. En el Gráfico 7 se muestran dos funciones de densidad incondicional para los mismos valores de p discutidos anteriormente. La similitud de las distribuciones salta a la vista. Este hecho resalta lo aventurado que puede ser intentar diferenciar modelos basándose exclusivamente en el análisis de distribuciones empíricas de la tasa de cambio dentro de las bandas.

En la siguiente sección se evalúa, a partir del esquema desarrollado arriba, la credibilidad de la banda Colombiana.

III. MÉTODOS EMPÍRICOS

Una manera directa de verificar si los datos colombianos son descritos adecuadamente por un modelo similar al presentado en la sección anterior, es realizando alguna estimación que permita capturar elementos esenciales del modelo de credibilidad imperfecta. En particular los Gráficos 4 y 5 muestran facetas del modelo con credibilidad imperfecta que son empíricamente verificables. Por una parte el Gráfico 4 muestra que cuando hay credibilidad imperfecta la correlación entre el diferencial de tasas de interés y la posición de la tasa de cambio dentro

Gráfico 7. DENSIDAD INCONDICIONAL DE LA TASA DE CAMBIO AL INTERIOR DE LAS BANDAS



Fuente: Cálculos del autor.

de la banda es positiva, en contraste con un modelo de credibilidad perfecta en el cual es negativa. El Gráfico 5 por su parte sugiere que la volatilidad del diferencial de tasas de interés en una banda con credibilidad imperfecta sigue un comportamiento particular, bastante diferente en su forma, de aquel en una banda que goza de credibilidad perfecta. En el modelo con credibilidad imperfecta, la volatilidad del diferencial es sustancialmente más alta en casi toda la banda, en especial en el centro. Un método empírico que permita contrastar estas dos características de manera simultánea, por lo tanto, permite verificar el estado de credibilidad de la banda cambiaria.

Dado que el modelo sugiere que en cualquier caso el diferencial de tasas de interés es heteroscedástico, la estimación de un modelo tipo GARCH (Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity) para realizar inferencias sobre la credibilidad de la banda, es adecuada. Lo importante a notar es que el patrón de heteroscedasticidad cambia, al cambiar la credibilidad en las autoridades. Si la banda es creíble la volatilidad del diferencial tiene forma de U con relación a la posición de la tasa de cambio dentro de la banda (Gráfico 5). Si hay credibilidad imperfecta la forma de la heteroscedasticidad cambia y adopta una forma de W con respecto a la posición de la tasa de cambio dentro de la banda. Bajo credibilidad imperfecta la incertidumbre generada por fluctuaciones de la tasa de cambio hace que el diferencial se vuelva muy volátil en especial en el centro de la banda, donde cualquier choque que le proporcione alguna dinámica, es magnificado. Una manera de estimar esto es modificando una especificación tipo GARCH de los errores de un modelo econométrico e incluir explícitamente en la especificación de la varianza residual una forma funcional estimable que incorpore algún elemento que permita diferenciar entre

uno u otro modelo. Formalmente se sugiere la estimación de un modelo de la forma:

$$i_t - i_t^* = \delta_t = \gamma_0 + \sum_j \gamma_j x_{t-j} + \sum_i \rho_i \delta_{t-i} + \varepsilon \quad (26)$$

donde

$$\varepsilon_t = v_t \sqrt{g_t} \quad (27)$$

y

$$g_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^q \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 + \sum_{i=1}^q \beta_i g_{t-i} + f(x_{t-1}) \quad (28)$$

Los primeros términos de la varianza condicional, g , son aquellos típicos en una especificación GARCH tipo Bollerslev(1986). El término $f(x)$ es la modificación que se propone en este artículo para la verificación empírica del modelo con credibilidad imperfecta. Esta función $f(x)$ debe ser tal, que bajo la hipótesis nula replique el patrón de heteroscedasticidad de un modelo creíble (la U) y bajo la alterna replique aquel de un modelo con credibilidad imperfecta (la W). Una forma funcional que tendría esta característica es la siguiente:

$$f(x) = a \left| bx^2 - c \right| \quad (29)$$

Si $c = 0$, $f(x)$ toma forma de U. Si $c > 0$, $f(x)$ adopta la forma de la heteroscedasticidad en el modelo imperfectamente creíble. Bajo la hipótesis nula el modelo es creíble. Dado que x es exógena, la inclusión de este término en la varianza condicional, no tiene ningún efecto sobre la distribución de los residuales y la inferencia sobre los parámetros se puede realizar siguiendo métodos estándar.

La especificación propuesta permite también verificar el signo de la correlación entre el diferencial de tasas de interés y la posición de la tasa de cambio al interior de la banda. Si la suma de los γ_j es negativa,

la relación entre el diferencial y la posición de la tasa de cambio al interior de las bandas es inversa y la evidencia favorecería la hipótesis de credibilidad. Si es positiva, se encontraría evidencia de lo contrario.

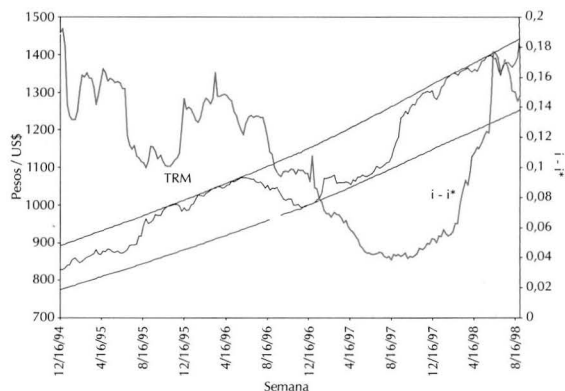
Resumiendo. Hay dos características centrales de los modelos con credibilidad imperfecta que se pueden evaluar empíricamente. Una de ellas tiene que ver con el patrón de heterosedasticidad que sigue el diferencial de tasas de interés cuando el modelo no es perfectamente creíble. La otra es acerca de la relación entre el diferencial de tasas de interés y la posición de la tasa de cambio dentro de la banda. En este trabajo se propone un método que permite verificar estas dos características de manera simultánea. Los resultados para esta estimación se presentan en la siguiente sección.

IV. RESULTADOS

En esta sección se estima el modelo econométrico descrito en la sección anterior utilizando datos para la banda cambiaria que operó en Colombia¹⁶ desde Diciembre de 1994 hasta Septiembre de 1998¹⁷. El Gráfico 8 muestra la tasa de cambio, las bandas y el diferencial de tasas de interés para el período en cuestión.

Para efectos empíricos lo primero que tenemos que verificar es que en efecto el diferencial de tasas de

Gráfico 8. TASA DE CAMBIO, BANDAS Y DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERÉS



Fuente: Los datos cambiarios y de tasa de interés interna Banco de la República, y tasa de interés externa de la Reserva de San Luis.

interés siga algún patrón de heterosedasticidad condicional autoregresiva. Para comprobar esto se efectúan pruebas de heterosedasticidad del tipo documentado en Engle (1982) sobre una especificación adecuada de la ecuación de la media (26). Como especificación adecuada de dicha ecuación se encontró la siguiente:

$$\Delta\delta_t = \gamma_0 + \gamma_1\Delta x_{t-1} + \rho\Delta\delta_{t-1} + \varepsilon \quad (30)$$

El modelo se estima en primeras diferencias dado que, como se muestra en el anexo, las variables son integradas de orden 1. Bajo esta especificación se obtienen coeficientes estadísticamente significativos y se rechaza la hipótesis de autocorrelación residual. Las pruebas de heterosedasticidad condicional se presentan en el Cuadro 1.

Los resultados de esta prueba sugieren que hay efectos ARCH hasta de orden 6. Dado esto, una estimación GARCH(1,1) es adecuada ya que permite incorporar estos efectos minimizando el número de parámetros a estimar.

¹⁶ El régimen de Bandas cambiarias fue formalmente adoptado en Colombia en Enero de 1994. La amplitud de la banda fue fijada en +/- 7% desde la paridad central y se permitió una depreciación anual de dicha paridad. La banda ha sido realineada dos veces. Una en Diciembre de 1994 cuando se revaluó en 7% y la otra en Septiembre de 1998 cuando se devaluó en 9%. Detalles sobre el manejo de la banda se pueden encontrar en Carrasquilla(1995) y Urrutia(1995).

¹⁷ Es decir el período entre realineamientos.

Cuadro 1. PRUEBAS DE HETEROSEDASTICIDAD CONDICIONAL AUTOAGRESIVA

Rezago	Estadístico χ^2	P-Value	Resultado
1	11,94	0,00	Rechaza Ho
2	11,89	0,00	Rechaza Ho
3	12,02	0,01	Rechaza Ho
4	11,98	0,02	Rechaza Ho
5	12,02	0,03	Rechaza Ho
6	12,59	0,05	Rechaza Ho
7	10,33	0,17	No Rechaza Ho
8	10,82	0,21	No Rechaza Ho

Ho: No hay efectos ARCH.
Fuente: Cálculos del autor.

La estimación de (26)-(29) utilizando métodos de máxima verosimilitud arroja los resultados presentados en el Cuadro 2.

Los resultados de la estimación rechazan la hipótesis de perfecta credibilidad en la banda cambiaria para el período en cuestión. Dos factores motivan esta conclusión. Primero, γ_1 , el parámetro que relaciona

Cuadro 2. RESULTADOS DE LA ESTIMACIÓN

Parámetro	Estimación	Error estándar	Significancia %
γ_0 E-04	-3,40	4,21	No Significativo
γ_1	0,29	0,09	1
ρ E-01	0,65	0,40	10
α_0 E-06	4,53	2,87	No Significativo
γ_1	0,43	0,06	1
β	0,15	0,09	10
a	0,10	0,02	1
b	0,11	0,01	1
c E-04	3,32	0,21	1
Observaciones			194
Valor de la función de verosimilitud			899,37
P-Value Lung Box(4)			0,12
P-Value Lung Box(8)			0,42
P-Value Lung Box(12)			0,40
P-Value Lung Box(48)			0,74

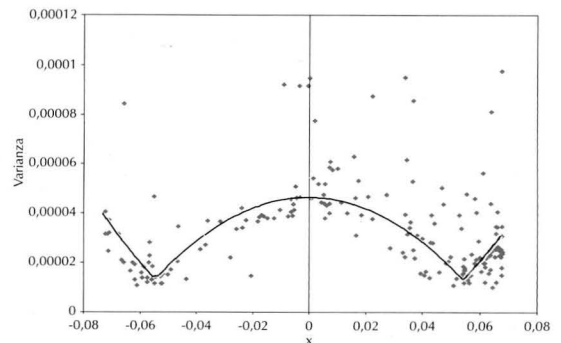
Fuente: Cálculos del autor.

el diferencial de tasas de interés con la posición de la tasa de cambio dentro de la banda es positivo. Esto es, al acercarse la tasa de cambio a la banda superior (inferior), en lugar de generarse expectativas de futura apreciación (depreciación) motivadas por la sospecha de que el banco central va a defender la banda, se generan expectativas de una depreciación (apreciación) adicional del tipo de cambio, es decir se anticipa que el banco central va a realinear la banda.

El segundo argumento en contra de la hipótesis nula de credibilidad, y probablemente el que sustenta que un modelo como el descrito anteriormente es relevante para el caso colombiano, tiene que ver con el comportamiento de la varianza del diferencial de tasas de interés. Bajo la hipótesis nula de credibilidad perfecta el parámetro c es igual a cero. Los resultados de esta estimación sugieren que el parámetro en cuestión es significativamente diferente de cero. Es decir, se rechaza la hipótesis nula. En el Gráfico 9 se muestra la estimación de la varianza, y en particular se simula la función $f(x)$ estimada para el caso colombiano.

Claramente la varianza sigue el patrón descrito por el modelo de credibilidad imperfecta ilustrado en el Gráfico 5. Al interior de la banda el diferencial

Gráfico 9. VARIANZA CONDICIONAL DEL DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERES



Fuente: Cálculos del autor.

de tasas de interés es altamente volátil, y mucho más de lo que sería en un modelo con credibilidad perfecta.

V. CONCLUSIONES

En este artículo se desarrolla un modelo de determinación del tipo de cambio dentro de bandas con credibilidad imperfecta, en el cual las expectativas de depreciación de la banda cambiaria son función de la posición de la tasa de cambio al interior de la banda. El modelo tiene implicaciones relevantes con respecto a la determinación del diferencial de tasas de interés y su relación con la tasa de cambio, y con respecto también al patrón de volatilidad que sigue el diferencial de tasas de interés.

La evidencia econométrica aquí presentada, sugiere que el modelo con credibilidad imperfecta explica adecuadamente el comportamiento de la tasa de cambio y el diferencial de tasas de interés en Colombia durante el período Diciembre 1994 - Septiembre 1998. Las consecuencias de esta caracterización, son una tasa de cambio y un diferencial de tasas de interés altamente volátiles, así como también valores inusualmente altos de la tasa de interés cuando la tasa de cambio se acerca al borde superior de la banda.

Este tipo de resultados motivan la reflexión sobre el tema cambiario en Colombia. La evidencia empírica respalda la hipótesis de que en Colombia la tasa de cambio puede ser explicada a la luz de un modelo

con credibilidad imperfecta durante un período que comprende más de dos terceras partes del tiempo que ha durado este régimen. En el modelo, sin embargo, a pesar de ser endógenas las expectativas de devaluación al comportamiento de la tasa de cambio, el parámetro p , aquel que describe el grado de credibilidad de la banda, es definido exógenamente. El parámetro en cuestión, a pesar de poder incrementarse en períodos de turbulencias externas, mide en últimas qué tanto confían los agentes en la capacidad y en el compromiso que tienen las autoridades para la defensa de la banda. En otras palabras los efectos adversos sobre las variables analizadas no son consecuencia del modelo de bandas cambiarias en sí mismo, sino de la percepción que los agentes se forman sobre las autoridades que lo administran. De aquí las propuestas de trasladar el manejo cambiario a autoridades externas mediante una canasta de conversión al estilo de Argentina o una dolarización.

Dados los resultados de este trabajo, se puede inferir que en Colombia los agentes dudaron de la capacidad del Banco Central de defender la banda durante el período analizado. En términos del modelo, se infiere que p fue significativamente alto. El propósito de este artículo no es explicar este hecho, sino exclusivamente documentarlo, y fundamentalmente aportar elementos de juicio acerca del análisis de la credibilidad de la banda cambiaria en Colombia que trasciendan la contemplación de una forma específica de la distribución probabilística de la tasa de cambio.

BIBLIOGRAFIA

- Bertola, G. y R. Caballero (1992), "Target Zones and Realignments". *American Economic Review*. 82: 520-535.
- Bertola, G. y L. Svensson (1993), "Stochastic devaluation risk and the empirical fit of target zone models". *Review of Economic Studies*, 60:689-712.
- Bollerslev, T. (1986), "A Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedasticity". *Journal of Econometrics*, 31:307-327.
- Carrasquilla, A. (1995), "Exchange rate bands and shifts in the stabilization policy regime: Issues suggested by the experience of Colombia". *International Monetary Fund* (WP/95/22).
- Cukierman, A., M.Kiguel. y L.Leiderman (1993), "The choice of exchange rate bands: Balancing credibility and flexibility". *The Sackler Institute of Economic Studies*, (WP No.1-93).
- Engle, R. (1982), "Autoregressive Conditional Heteroskedasticity with Estimates of the Variance of UK Inflation" *Econometrica*, 50:987-1008, 1982.
- Flood,R., A. Rose, y D.Mathieson (1991), "An empirical exploration of exchange rate target zones". *Carnegie-Rochester Series on Public Policy*, 35:7-65.
- Froot,,K.A. y M.Obstfeld (1991), "Stochastic Process Switching: Some simple solutions". *Econometrica*. 59:241-250.
- Galindo, A. (1998), Estimating Credibility in Colombia's Exchange Rate Target Zone". *University of Illinois at Urbana-Champaign*. Mimeo. 1998.
- Harrison,M. (1985), *Brownian Motion and Stochastic Flow Systems*. Wiley:NewYork.
- Lindberg,H. y P.Soderlind (1994), "Intervention policy and mean reversion in exchange rate target zones: the Swedish case".*Scandinavian Journal of Economics*, 96:499-513.
- Krugman,P. (1991), "Target zones and exchange rate dynamics". *Quarterly Journal of Economics*. 56(3):669-682.
- Rose, A. y L. Svensson (1995), "Expected and predicted realignments: The ff/dm exchange rate during the EMS". *Scandinavian Journal of Economics*. 97(2):173-200.
- Urrutia, M. (1995), "El sistema de bandas cambiarias en Colombia". *Revista del Banco de La Republica de Colombia*, (807), Enero.
- Werner, A. (1995), "Exchange Rate Target Zones, realignments and the interest rate differential: Theory and Evidence". *Journal of International Economics*. 39:353-367.

Anexo 1. PRUEBAS DE RAÍZ UNITARIA

Variable	Componente determinístico	Estadístico DF	Valor crítico	Rezagos	P-Value Lj-Box ecuación auxiliar
δ	Constante	-1,89	-2,88	0	0,33
$\Delta\delta$	Constante	-11,01	-2,88	0	0,86
x	Constante	-1,12	-2,88	0	0,88
Δx	Constante	-11,51	-2,88	0	0,98

Fuente: Cálculos del autor.

FE DE ERRATAS

Las ecuaciones correctas del artículo Reglas monetarias en Colombia y Chile, publicado en la Revista Coyuntura Económica de diciembre de 1998 deben ser:

$$i_t^* = \alpha + \beta(E[\pi_{t,k} | \Omega_t] - \pi^*) + \gamma E[x_t | \Omega_t] \quad (1)$$

$$r_t^* = i_t^* - E[\pi_{t,k} | \Omega_t] \quad (2)$$

$$r_t^* = \alpha + (\beta - 1)(E[\pi_{t,k} | \Omega_t] - \pi^*) + \gamma E[x_t | \Omega_t] \quad (3)$$

en la que $\alpha = \alpha - \pi^*$

$$i_t = (1 - \rho)i_t^* + \rho i_{t-1} + v_t \quad (4)$$

$$i_t = (1 - \rho)\delta + (1 - \rho)\beta\pi_{t,k} + (1 - \rho)\gamma x_t + \rho i_{t-1} + \varepsilon_t \quad (5)$$

donde $\delta = \alpha - \beta\pi^*$

$$\varepsilon_t = -(1 - \rho)\{\beta(\pi_{t,k} - E[\pi_{t,k} | \Omega_t]) + \gamma(x_t - E[x_t | \Omega_t])\} + v_t \quad (6)$$

$$E\{[i_t - (1 - \rho)\delta - (1 - \rho)\beta\pi_{t,k} - (1 - \rho)\gamma x_t - \rho i_{t-1}]z_t\} = 0 \quad (7)$$

$$E\{[i_t - (1 - \rho)\delta - (1 - \rho)\beta\pi_{t,k} - \rho i_{t-1}]z_t\} = 0 \quad (8)$$

$$E\{[i_t - (1 - \rho)\delta - (1 - \rho)\beta\pi_{t,k} - (1 - \rho)\gamma x_t - \rho i_{t-1}]z_t\} = 0 \quad (9)$$