

No. 01-02

2001



**EMPRESA Y COYUNTURA ECONÓMICA:  
LA TEORIA DE LA POLITICA COYUNTURAL DE LA EMPRESA**

*Alberto Jaramillo*

Documentos de trabajo

**Economía y Finanzas**

Centro de Investigaciones Económicas y Financieras (CIEF)



**UNIVERSIDAD  
EAFIT**  
Abierta al mundo

## EMPRESA Y COYUNTURA ECONÓMICA LA TEORIA DE LA POLITICA COYUNTURAL DE LA EMPRESA

Alberto Jaramillo  
Departamento de Economía  
Universidad EAFIT

“Los vínculos entre los balances de las empresas y la macroeconomía, puestos de manifiesto por la creciente inestabilidad de los flujos de capital en los años noventa, plantean nuevas tareas a los responsables de la política económica”

(D. Gray y M. Stone, Los balances de las empresas y la política macroeconómica)

Dentro de la ciencia económica, la empresa ha sido concebida como un agente representativo de un comportamiento social, carente de cualquier particularidad<sup>1</sup>, concepción que ha conducido a la construcción de la teoría microeconómica estándar, en la que sólo existen las fuerzas impersonales de la oferta y la demanda, síntesis de las acciones individuales desarrolladas por múltiples productores y consumidores, los cuales, no obstante su heterogeneidad, estarían guiados por el mismo parámetro de conducta: la maximización de beneficios y satisfacciones.

Este modelo de optimización ha sido ampliamente cuestionado por diferentes enfoques alternativos, como son el institucionalismo, la teoría de la agencia, la teoría de la racionalidad limitada, la economía evolucionista, los enfoques administrativos<sup>2</sup>. Todos ellos enfatizan en la dinámica interna de las empresas.

Otros análisis resaltan la influencia del entorno en los resultados empresariales, haciendo hincapié en que los beneficios logrados reflejan más los efectos de las variables y políticas macroeconómicas que la puesta en marcha de una conducta optimizadora por parte de las empresas. Entre estas reflexiones se encuentran la teoría de la regulación<sup>3</sup> y la teoría de la política coyuntural de la empresa<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> “The notion of a representative agent is no more corporeal today than it was when Marshall first used it”, afirma James H. Hartley en “Retrospectives. The origins of the Representative Agent”, en *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 10, No. 2, 1996, página 175.

<sup>2</sup> Síntesis de estas teorías pueden encontrarse en Coriat, Benjamin y Olivier Weinstein: Les nouvelles theories de l'entreprise. Paris: Le livre de poche, 1995; y García, Clara Eugenia: Análisis Económico de las organizaciones. Enfoques y perspectivas. Madrid: Alianza Editorial, 2001.

<sup>3</sup> Cfr. Aglietta, Michel: Regulación y crisis del capitalismo. México: SXXI Editores, 1979. También Coriat, op. cit.

<sup>4</sup> Cfr. Ost, Christian. L'entreprise dans la conjoncture. Principes et méthodes d'une gestion conjoncturelle. Bruxelles: De Boeck Université, 1994.

En esta misma perspectiva, la de la empresa y la coyuntura económica, conviene destacar que el análisis de los impactos que las políticas y los fenómenos macroeconómicos producen en los beneficios de las empresas, se ha convertido en tema de interés creciente (ver, por ejemplo, Geurts y Kelly, 1986; Geroski y Jacquemin, 1988; Machin y Van Reenen, 1993; Gertler y Gilchrist, 1994; Jaramillo y otros, 1996; Roquebert y otros, 1996; Ost, 1997; Mendoza y Rendón, 1998; Krugman, 1999a; Gray y Stone, 1999; Angel y Jaramillo, 2000).<sup>5</sup>

Hay que señalar que los enfoques utilizados en estos trabajos difieren entre sí, tanto por sus objetivos, como por los datos analizados, pero que todos recurren a la definición de una metodología para evaluar los impactos de los choques macroeconómicos sobre los balances de las firmas.

Esta presentación se concentrará en desarrollar la teoría de la política coyuntural de la empresa como un enfoque alternativo al modelo de optimización de beneficios propuesto por la Microeconomía tradicional.

### **El contexto**

La teoría de la política coyuntural de la empresa se sitúa en la intersección entre ciencia económica y pensamiento administrativo, y, quizás por esta ambivalencia, ha sido un tema poco explorado tanto por las teorías económicas como por las administrativas. En efecto, la ciencia económica ha reducido el análisis de la empresa al caso de un agente representativo, perfectamente informado sobre su función de producción, sus costos, su demanda y sus competidores; en cualquier caso se trata de un agente intemporal que actúa racionalmente, cuya incertidumbre encontraría siempre una solución única y óptima, así sea a través de modelos probabilísticos.

Las teorías administrativas, por su parte, han enfatizado en las habilidades de dirección requeridas para lograr el mayor rendimiento de los recursos humanos disponibles, pues el aprovechamiento de los factores tecnológicos se ha delegado a la ingeniería industrial; mientras que el desempeño económico general se ha definido como una variable externa, frente a la cual se tiene poca o nula capacidad de reacción. En otras palabras, de acuerdo con las teorías administrativas, las empresas sufren la coyuntura económica más de lo que pueden hacer para cambiarla.

### **El impacto de la coyuntura económica**

Desde la perspectiva de la empresa, conviene distinguir entre la proyección de la rentabilidad (la tasa interna de retorno) y la rentabilidad realizada (los beneficios obtenidos como porcentaje del capital arriesgado). Esta última se convierte en el concepto esencial para el análisis coyuntural, en la medida en que se encuentra determinada por fuerzas externas a la acción empresarial, como: los precios

---

<sup>5</sup> Una descripción más amplia de estos trabajos se presenta en Angel y Jaramillo, 2000.

relativos en los mercados de trabajo y de bienes, el desarrollo tecnológico y los factores aleatorios que alteran la demanda agregada.

Este es el punto decisivo para conceptuar la coyuntura en relación con la empresa y la política económica. El empleo y los precios se forman en la empresa, la cual decide simultáneamente en ambos dominios. Con base en ellos define sus perspectivas de mercado, las negociaciones laborales y mercantiles, pero no se limita a interrelacionar, de manera pasiva, mercados de trabajo y de bienes. La eficacia de su gestión anterior y actual, la naturaleza de su estrategia de desarrollo en función de criterios precisos de rentabilidad intervienen de manera central en sus decisiones. A través de la gestión se crea al -interior de las empresas- una apreciación sobre relaciones físicas y financieras que modelan las decisiones posteriores.

### **El concepto de coyuntura**

Puede definirse la coyuntura como la conjunción de relaciones económicas tal como son aprehendidas en un momento dado, especialmente para definir la situación global de la economía. En este concepto, el énfasis se hace en la interdependencia de los fenómenos económicos y en la capacidad de evidenciar un proceso común al conjunto de la realidad económica.

Sin embargo, el término coyuntura también tiene otra acepción, de mayor amplitud, cuando se le define como la descripción global de una situación socio-económica específica existente en un momento dado. En este sentido, toda coyuntura resulta ser la síntesis compleja de una articulación temporal de fenómenos de diferente naturaleza: social, política y económica.

Aun cuando el análisis económico se esfuerza por decantar sus indicadores particulares, mediante su abstracción de la realidad concreta, la naturaleza social de la ciencia económica le impide lograr ese objetivo sin alterar el conocimiento de cada situación coyuntural. Por el contrario, las coyunturas se definen al interior de una combinación de múltiples factores sociales, políticos y económicos, constantemente cambiantes en sus importancias relativas para la interpretación de una situación concreta.

El concepto de coyuntura económica ha sido relativamente extraño a la economía política de occidente, la cual se ha construido alrededor del concepto de equilibrio como hilo conductor de los diferentes análisis y como determinante fundamental del inconsciente económico; éste a su vez resultante de la acción dispersa de muchos agentes económicos que actúan sólo guiados por su interés individual.

De esta manera, el término coyuntura -si bien no es considerado sistemáticamente- correspondería, en lo fundamental, a las situaciones de desequilibrio; pues mientras la economía opere bajo condiciones de equilibrio se encuentra en una situación tendencial normal, de largo plazo, y no transitoria o coyuntural. Es decir, el concepto de coyuntura es exógeno a la teoría económica,

en particular a aquellas corrientes que postulan la autoregulación del sistema económico y la primacía de las fuerzas del mercado.

Para estos enfoques, la preocupación consiste en identificar las fuentes de perturbación del equilibrio económico -normalmente asociadas con la adopción de políticas por parte de las autoridades económicas- y en dejar que los procesos de autorregulación operen.

### **La medición de los impactos coyunturales**

- **Ciclos de referencia y ciclos específicos**

Para efectos de analizar las interrelaciones empresa-economía es útil precisar la existencia de diferentes ciclos en el conjunto de actividades que integran el sistema económico. En esencia, se trata de reconocer que si bien existe un ciclo general o principal, en el cual se condensa el movimiento de la actividad económica agregada, también ocurren ciclos específicos, de acuerdo con las características propias de cada actividad.

Así, por ejemplo, para el caso de Estados Unidos, Zarnowits (1985) distingue entre actividades que siguen el ciclo promedio o general y las que, además, registran fluctuaciones propias, como las industrias productoras de bienes de consumo durable y de bienes de capital. Agrega que existen diferencias entre las amplitudes de los movimientos de estas ramas con las productoras de bienes de consumo no durable, pues las primeras serían de mayor magnitud que las segundas. Fenómeno similar se constata al comparar los ciclos del comercio al por mayor con los del comercio minorista.

La disparidades en duración (amplitud) y frecuencia de las fluctuaciones registradas por las distintas actividades económicas tanto con respecto al ciclo general como entre sí, permite establecer una nueva clasificación, al distinguir entre los conceptos de **ciclo de referencia y ciclos específicos**. El primero hace alusión al ciclo seguido por un sector económico o por un grupo de industrias, que se consideran determinantes de otras. También puede corresponder al agregado de la actividad económica general (normalmente evaluado a partir del PIB o del PNB, según las cuentas nacionales de cada país). El término designa, entonces, el ciclo que sirve de parámetro comparativo (de referencia) para evaluar el desempeño de alguna otra actividad relacionada (por ejemplo, el ciclo de la construcción constituye un referente para examinar la producción de cemento).

El concepto de ciclo específico comprende, entonces, la identificación de los altibajos registrados en los resultados alcanzados por una industria, sector o empresa durante un lapso determinado. Estas variaciones pueden medirse en aspectos tales como producción, ingresos, ventas, beneficios.

De esta manera, una serie dada -por ejemplo, la producción de cerveza en Colombia- puede ser estudiada bajo dos ángulos: mediante la identificación y

análisis de su ciclo específico; y/o mediante su comportamiento con respecto a un ciclo de referencia (industria de bebidas, producción de bienes de consumo, gasto agregado de consumo familiar, PIB, etc.). En cada caso corresponde al observador seleccionar el ciclo de referencia más apropiado, de acuerdo con el sector en estudio, lo que le permitirá establecer una comparación entre ambas series (la general o de referencia y la particular o específica) y definir el comportamiento de la segunda con relación a la primera: procíclico, anticíclico, acíclico, precoz o retardada.

Cada uno de estos calificativos permite caracterizar el desenvolvimiento de una actividad con respecto al agregado económico o con referencia a otra a la que se encuentra vinculada. Un comportamiento se define como procíclico cuando evoluciona en el mismo sentido que un movimiento de referencia. En el caso contrario, se denominan anticíclico.

Una variable tiene un carácter precoz cuando su evolución anticipa el ciclo de referencia; en caso contrario, se le llama retardada. Para ser significativa, esta anticipación debe ser al menos de tres meses y relativamente constante. Los ciclos específicos pueden ser también coincidentes o descriptivos, cuando sus puntos de inflexión se corresponden temporalmente con los del ciclo de referencia.

- **La sensibilidad coyuntural de la empresa**

Las empresas registran diferentes sensibilidades a la coyuntura económica, las cuales pueden interpretarse como diversas elasticidades frente a las fluctuaciones de la actividad económica agregada.

De acuerdo con las correspondencias o similitudes entre movimientos económicos generales y resultados empresariales, estas sensibilidades pueden clasificarse en positivas o negativas a la coyuntura, según varíen (los resultados empresariales) en el mismo sentido o en sentido contrario al ciclo de corto plazo. Por definición, las empresas procíclicas tienen un peso mayor en la actividad económica agregada que las contracíclicas, pues esta última no es más que la suma ponderada de las actividades individuales realizadas por todas y cada una de las empresas participantes en una economía. Igualmente, las sensibilidades de las firmas frente a la coyuntura pueden ser precoces o retardadas, altas o débiles, o específicas según tipo de productos ofrecidos al mercado.

En términos cuantitativos, la sensibilidad coyuntural de una empresa específica puede medirse a través de diversos indicadores, tales como: costos, ingresos, beneficios, producción, etc.. En cualquier caso, se requerirá contar con la serie cronológica respectiva para efectos de su comparación con la evolución coyuntural.

Estimar el grado de sensibilidad coyuntural equivale, entonces, a comparar los perfiles temporales de dos series. Esta comparación puede ser gráfica y estadística. En el primer caso se examina la concordancia entre los puntos de

inflexión (máximos y mínimos) de los gráficos de las dos series; en el segundo, se procede a descomponerlas en sus elementos básicos: ciclo, tendencia, estacionalidad y movimientos erráticos; con este procedimiento se obtiene una información depurada que permite mejores análisis. Sin embargo, debe recordarse que la separación de ciclo y tendencia es un tema de amplia discusión hoy en día, la cual cobra importancia si trata de medirse la sensibilidad durante un período muy largo.

Cuando se trate de períodos cortos, el coeficiente de correlación -obtenido al aplicar una regresión lineal simple- resulta útil, partiendo del supuesto de que lo general -el comportamiento macroeconómico- determina el resultado microeconómico (de la empresa). Es decir, a través de la aceptación de este criterio -fundamental para definir la sensibilidad coyuntural de la empresa- se elimina la discusión sobre la capacidad de los coeficientes de correlación para explicar el sentido de la causalidad existente entre dos series estadísticas.

Por las propiedades del coeficiente de correlación ( $r$ ), se puede deducir el grado y el signo de la sensibilidad coyuntural del indicador utilizado (y por ende, de la empresa): costos, beneficios, ingresos, ventas, etc..

Si  $r > 0$  y cercano de + 1, el indicador es fuertemente procíclico

Si  $r > 0$  y cercano de 0, el indicador es débilmente procíclico

Si  $r = 0$ , el indicador es acíclico

Si  $r < 0$  y cercano a 0, el indicador es débilmente contracíclico

Si  $r < 0$  y cercano de - 1, el indicador es fuertemente contracíclico.

Finalmente, en lo relativo a la medición de la sensibilidad coyuntural de una empresa específica, los problemas prácticos a resolver consisten, en primer lugar, en la selección de las series cronológicas adecuadas para expresar tanto el comportamiento de la empresa como el ciclo de referencia; y, en segundo lugar, en la definición de la forma matemática adecuada: valores absolutos, cambios porcentuales, desviaciones con respecto a una tendencia, etc..

### **La política coyuntural de la empresa: una síntesis**

La teoría de la política coyuntural de la empresa postula que existen relaciones económicas estables y medibles entre los balances de las firmas y el comportamiento de la actividad económica agregada. Estas relaciones difieren según se trate de explicar el desempeño de una empresa o de un sector económico; pues, en determinados momentos, lo ocurrido con la economía en su conjunto se explica, en gran medida, por el comportamiento de un sector, como puede ser el caso de los períodos de crisis bancarias.

La teoría de la política coyuntural no pretende explicar la conducta de los empresarios, sino identificar las variables macroeconómicas que pueden ayudar a

comprender los resultados financieros de las firmas; es decir, estudiar la interdependencia de las empresas con la macroeconomía y la política respectiva.

Se parte del supuesto que los choques se producen de manera permanente e impactan los estados financieros empresariales (las firmas siempre están expuestas a la influencia de la coyuntura económica). El reto técnico consiste en construir funciones o modelos que recojan estos impactos y permitan a empresarios y autoridades económicas evaluar los efectos microeconómicos y sectoriales de las fluctuaciones coyunturales y de las políticas implementadas.

La construcción de una función de esta naturaleza está basada en los siguientes principios teóricos:

1. Las fluctuaciones de corto plazo de los agregados macroeconómicos -y las políticas adoptadas para su regulación y control- conforman la coyuntura económica y constituyen choques externos, de ocurrencia permanente, en el desempeño financiero de las empresas e industrias; es decir, ninguna actividad privada puede escapar totalmente a la influencia de las variaciones en los agregados económicos y de las políticas macroeconómicas.
2. Los efectos y la magnitud de estos impactos dependen de la sensibilidad<sup>6</sup> coyuntural de cada empresa y sector. Esta sensibilidad puede ser *alta o débil*, de acuerdo con la exposición de la actividad empresarial (o sectorial) a los fenómenos y políticas macroeconómicas; *positiva o negativa*, según que los resultados empresariales varíen en el mismo sentido o en sentido opuesto al del ciclo económico; *precoz o retardada*, de acuerdo con la velocidad temporal de ajuste entre variables empresariales y fenómenos macroeconómicos.
3. La sensibilidad coyuntural se mide mediante la correlación de dos o más series de tiempo; el ejercicio busca explicar los cambios en una magnitud empresarial (costos, ingresos, beneficios, activos, pasivos, etc.) en función de las variaciones de algún indicador macroeconómico (PIB, exportaciones, desempleo, tasa de cambio, tasa de interés, etc.). La herramienta técnica utilizada (análisis de cointegración, mínimos cuadrados ordinarios, panel data, modelos probabilísticos, etc.) depende más de la disponibilidad de datos que de la naturaleza del fenómeno estudiado.

---

<sup>6</sup> Dentro de un modelo matemático, el término sensibilidad se convierte en el coeficiente que muestra la dependencia o elasticidad de la firma (expresada en variables como utilidades, ingresos o ventas, activos, etc.) con respecto al fenómeno macroeconómico considerado (PIB, desempleo, agregados monetarios, tasa de interés, etc.).



4. La selección de las series o indicadores de sensibilidad coyuntural, tanto de la firma como macroeconómicas,<sup>7</sup> está determinada por la exposición de la empresa (o de la actividad sectorial) a los fenómenos y políticas macroeconómicas y por la naturaleza de la industria o sector económico.

## Referencias bibliográficas

ÁNGEL JIMENÉZ, Adriana y JARAMILLO JARAMILLO, Alberto. La política coyuntural de la empresa: el caso Bancolombia. Medellín: Universidad EAFIT, diciembre de 2000.

GERTLER, Mark y GILCHRIST, Simon. Monetary Policy, Business Cycles, and The Behavior of Small Manufacturing Firms. Quarterly Journal of Economics. Vol. CIX. Mayo de 1994.

GERTLER, Mark. Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview. Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 20, No. 3. Agosto 1988.

GEURTS, M.D. Y KELLY, P.J., Forecasting Retail Sales Using Alternative Models, International Journal of Forecasting, vol. 2, 1986.

GRAY, Dale F. Assessment of Corporate Sector Value and Vulnerability: Links to Exchange Rate and financial Crises. Technical Paper. Septiembre 3, 1999.

GRAY, Dale y STONE, Mark. Los balances de las empresas y la política macroeconómica. En: Finanzas y Desarrollo, Fondo Monetario Internacional. Septiembre de 1999.

JARAMILLO, Alberto, H. OBANDO e I.D. ARROYAVE. La política coyuntural de la empresa. Teoría-Methodología-Análisis de casos. Universidad EAFIT, Diciembre de 1996

KRUGMAN, Paul. Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crisis. Preliminary draft. Enero 1999a.

MACHIN, Stephen y VAN REENEN, John. Profit Margins And The Business Cycle: Evidence From UK Manufacturing Firms. The Journal Of Industrial Economics, vol. XLI, Marzo de 1993.

MENDOZA, Miguel Angel y RENDON, Araceli. Ciclo de ventas empresariales y crecimiento económico en México. Revista Comercio Exterior, Volúmen 48, septiembre de 1998

OST, Christian. l'entreprise dans la conjoncture. Principes et méthodes d'une gestion conjoncturelle. Chapitre 4: "La notion de sensibilité conjoncturelle". Bruxelles: De Boeck Université, 1994.

---

<sup>7</sup> "Se llamará 'indicador de sensibilidad coyuntural' toda serie cronológica que permita examinar la relación entre la producción o el beneficio de la firma y la coyuntura. Los indicadores de sensibilidad se subdividen en indicadores de sensibilidad empresarial, que designan los puntos de impacto, y en indicadores coyunturales, que designan las fuentes de impacto; estos últimos son equivalentes a los indicadores que permiten el análisis de la coyuntura, pero pueden incluir también indicadores sectoriales, de productos o de mercados" (Ost, 1994, p. 53) .

OST, Christian, P. Dupriez, C. Hamaide y N. Van Droogenbroeck. L'economie en mouvement. Outils d'analyse de la conjoncture. Collection "Ouvertures économiques". De Boeck Université, 1996.

OST, Christian. Projet de gestion conjoncturelle. Siege. Septiembre de 1997.

RAMIREZ, Mauricio, V. CADAVID Y J.C. ANGEL. La política coyuntural de la empresa manufacturera: una visión macroeconómica. Universidad EAFIT. 1997.

RIPOLL, María y otros. Una descripción del ciclo industrial en Colombia en Borradores Semanales de Economía, No 33, Banco de la República: Santafé de Bogotá, mayo de 1993

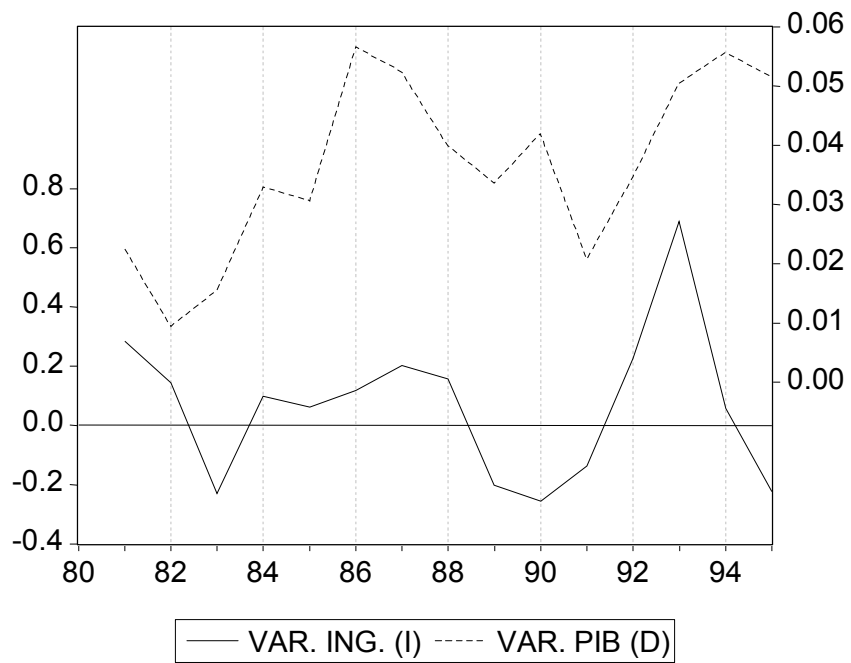
ROQUEBERT, Jaime A, PHILLIPS, Robert L; WESTFALL, Peter A. Markets vs. Management: What 'drives' profitability?. Strategic Management Journal, Chichester; Oct 1996

ZARNOWITZ, Víctor. "Recent work on business cycles in historical perspective: a review of theories and evidence", en Journal of Economics Literature. Vol. XXIII. Junio 1985, pp.523-580

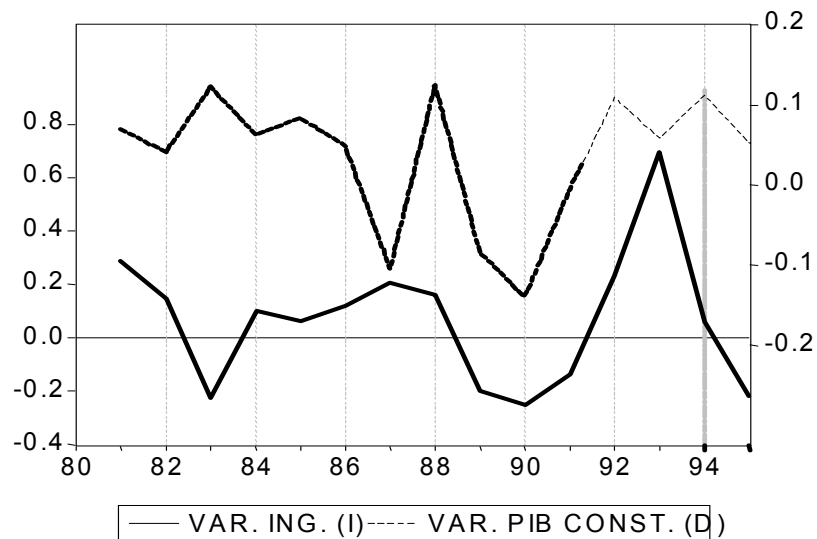
## **ANEXOS:**

### **Algunas ilustraciones de trabajos recientes**

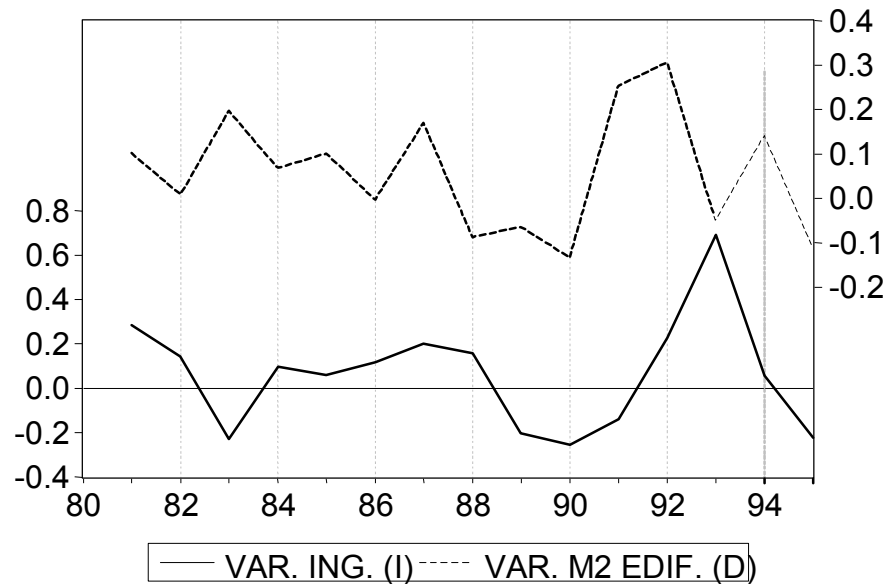
**GRAFICO No. 1**  
**CICLO DE REFERENCIA DE ARGOS**  
**INGRESOS OPERACIONALES VS PIB**



**CICLO DE REFERENCIA DE ARGOS**  
**INGRESOS OPERATIVOS VS PIB CONST.**



**GRAFICO No. 3  
CICLO DE REFERENCIA DE ARGOS  
INGRESOS VS M2 EDIFICACION**



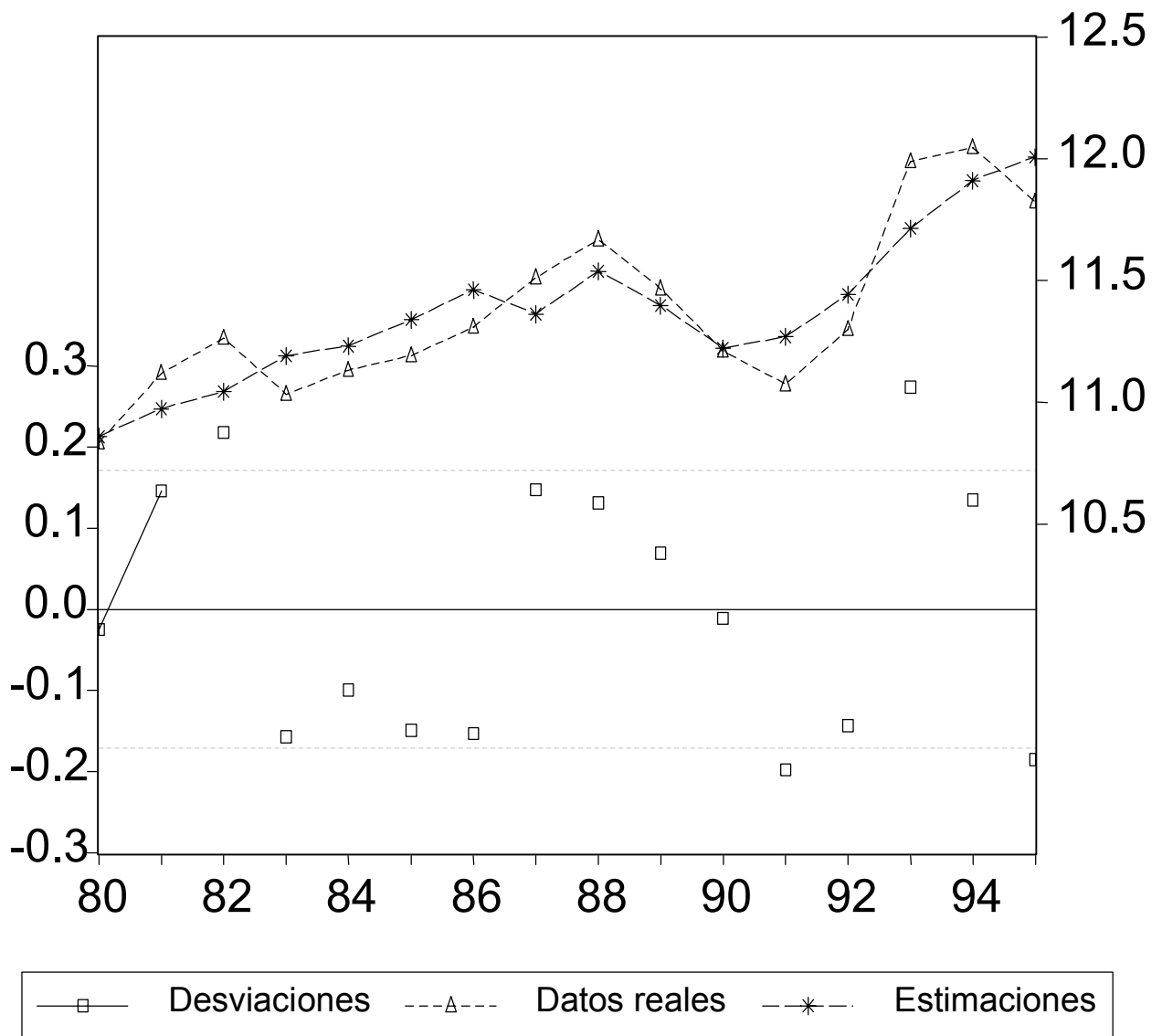
**ARGOS  
INGRESOS OPERACIONALES VS. LOS GASTOS EN CONSTRUCCION**

LS // Dependent Variable is LING  
Date: 10/22/96 Time: 15:23  
Sample: 1980 1995  
Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LGED	0.984691	0.153397	6.419218	0.0000
LGOP	0.875281	0.340953	2.567158	0.0234
C	-20.34086	6.280404	-3.238782	0.0065

R-squared	0.794519	Mean dependent var	11.37221
Adjusted R-squared	0.762906	S.D. dependent var	0.351083
S.E. of regression	0.170950	Akaike info criterion	-3.365403
Sum squared resid	0.379913	Schwarz criterion	-3.220542
Log likelihood	7.220206	F-statistic	25.13303
Durbin-Watson stat	1.617028	Prob(F-statistic)	0.000034

**GRÁFICO No. 4**  
**BONDAD DEL AJUSTE DEL MODELO**  
**LING = - 20.4 + 0.984 LGED + 0.875 LGOP**



### RESULTADOS DE REGRESIONES DE LA CARTERA TRIMESTRAL BIC

Variabes	Signo	Significativo?	R <sup>2</sup>	Autocorrelación	Heteroscedasticidad	Normalidad en error
<b>PIB Total</b>	+	NO				
<b>PIB Financiero</b>	-	NO				
<b>PIB Manufacturero</b>	+	NO				
<b>PIB Construcción</b>	+	5%	<b>20%</b>	1.23	1.32 (0.28)	5.14 (0.07)
<b>Consumo</b>	+	NO				
<b>Inversión</b>	+	1%	<b>39%</b>	1.27	3.15 (0.05)	1.50 (0.47)
Ahorro	+	NO				
<b>Desempleo</b>	-	NO				
Int. Captación	+	NO				
Int. Colocación	+	NO				
<b>Spread</b>	-	NO				
<b>Wmin</b>	+	10%	12%	0.82	1.72 (0.19)	8.36 (0.01)
<b>M1</b>	+	5%	20%	1.04	2.20 (0.12)	5.11 (0.07)
<b>M2</b>	+	5%	16%	0.87	0.46 (0.63)	18.4 (0.0)
<b>M3</b>	+	1%	<b>21%</b>	0.96	0.65 (0.52)	20 (0.0)
Depreciación real	-	NO				
Consumo Hogares	+	NO				
<b>Consumo Gobierno</b>	+	NO				

## SINTESIS DE LOS RESULTADOS ECONOMETRICOS LOGRADOS

ENTIDAD	VARIABLES DEPENDIENTES	VARIABLES EXPLICATIVAS SIGNIFICATIVAS
<b>BANCO INDUSTRIAL COLOMBIANO</b>	<b>CARTERA</b>  <b>ACTIVOS</b>  <b>UTILIDADES</b>	<b>Pib construcción, inversión, salario mínimo, M1,M2,M3</b>  <b>Pib total, pib manufactura, pib construcción, inversión, salario mínimo, M2, M3</b>  <b>Pib financiero, pib construcción, inversión, M1, M2, M3</b>
<b>BANCOQUIA</b>	<b>CARTERA</b>  <b>ACTIVOS</b>  <b>UTILIDADES</b>  <b>UTILIDADES OPERACIONALES</b>	<b>pib construcción, inversión, M1, M2, M3</b>  <b>pib construcción, inversión, M1, M2, M3</b>  <b>Interés de captación</b>  <b>Pib financiero, interés de colocación</b>
<b>BANCO DE OCCIDENTE</b>	<b>CARTERA</b>  <b>ACTIVOS</b>  <b>UTILIDADES</b>  <b>UTILIDADES OPERACIONALES</b>	<b>Pib construcción, inversión, salario mínimo, M1,M3</b>  <b>Pib total, pib construcción, consumo, inversión, desempleo, salario mínimo, M1, M2, M3</b>  <b>Desempleo</b>  <b>Consumo, ahorro, consumo de los hogares</b>
<b>BANCO DE COLOMBIA</b>	<b>CARTERA</b>  <b>ACTIVOS</b>  <b>UTILIDADES</b>  <b>UTILIDADES OPERACIONALES</b>	<b>Inversión, M1</b>  <b>Inversión, M1</b>  <b>Salario mínimo</b>  <b>Salario mínimo</b>





**SECTOR BANCARIO EN LOS 90**  
Resultados de un ejercicio Panel

<b>VARIABLES A EXPLICAR</b>		<b>VARIABLES EXPLICATIVAS</b>		
Activos improductivos	Desempleo <sub>4</sub> (+)	Tasa de interés activa <sub>2</sub> (+)	Tamaño de mercado (+)	Tamaño de mercado <sup>*</sup> (+)
Colocaciones	PIB (+)	Tasa de interés activa (-)	Tamaño de mercado <sup>*</sup> (+)	Cartera Bruta <sub>1</sub> (+)
Margen de intermediación	PIB (+)	Tasa de interés activa (+)	Devaluación (-)	
Utilidades	Tasa de Interés activa <sub>3</sub> (+)	Tamaño de mercado <sup>*</sup> (+)	Propiedad Capital <sup>**</sup> (+)	

\* Mayor tamaño de mercado = 1

\*\* Bancos extranjeros = 1