

ISSN 0120-3576



COYUNTURA ECONOMICA

MARZO DE 1997

DIRECTOR EJECUTIVO

Mauricio Cárdenas Santa María

SECRETARIA GENERAL

Claudia Lucía Duarte P.

INVESTIGADORES

Raquel Bernal S.
Maurizio Bussolo S.
Erik Bloom N.
Rosario Córdoba G
Camilo Granada B
Catalina Gutiérrez S.
Tatiana Matthiesen E.
Ana María Menéndez J.
Norman Offstein K.
Beatriz Plaza D.
Sergio Ivan Prada R.
Juan Mauricio Ramírez C.
Natalia Salazar F.
Claudia Vallejo G.
Denisse Yanovich W.
Sandra Zuluaga M.

INVESTIGADORES ASOCIADOS

Israel Fainboin Y.
Juan Gaviria V.
Santiago Herrera A.
Carlos Felipe Jaramillo J.
Pedro Nel Ospina S.
Mauricio Reina E.
Roberto Steiner S.

ENCUESTA DE OPINION EMPRESARIAL

Jesús Alberto Cantillo V.
Over Libardo Garzón C.

ASISTENTES DE INVESTIGACION

Julio César Alonso C.
María del Pilar Castillo V.
Sonia María Sánchez R.

DIRECTORA BIBLIOTECA

Lucía Fenney Pérez M.

CONSEJO DIRECTIVO

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

Tarifa Postal Reducida

Resolución No. 0078 del 1 de febrero de 1995 - Permiso No. 468

CE

Coyuntura Económica

VOL. XXVII No. 1 MARZO DE 1997

EDITORIA COYUNTURA ECONOMICA
Rosario Córdoba Garcés

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

Apartado Aéreo 75074

Bogotá, D.E., Colombia

ARTES

Myriam Consuelo Lozano G.

FEDESARROLLO

IMPRESION

Impreandes Presencia S.A.

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	25
III. Indicadores del sector externo	26
IV. Indicadores de la situación fiscal	36
V. Situación monetaria y financiera	38
VI. Indicadores de precios	43

ANALISIS COYUNTURAL	49
----------------------------	----

INFORMES DE ACTUALIDAD

El tipo de cambio real y la cuenta corriente de la balanza de pagos de largo plazo en Colombia	
<i>Santiago Herrera Aguilera</i>	89

INFORMES DE INVESTIGACION

El posible destino de los ingresos del narcotráfico	
<i>Roberto Steiner Sampedro</i>	131
El ahorro de los hogares: una revisión para el período 1970-1993	
<i>Raquel Bernal Salazar</i>	165



Editorial

El principal hecho económico durante el primer trimestre de 1997 lo constituyó, sin duda, la declaración del Estado de Emergencia Económica y Social por parte del gobierno nacional (Decreto 80 de enero de 1997). El gobierno buscó conjurar la crisis fiscal y cambiaria por medio de la introducción de un novedoso impuesto al endeudamiento externo, así como de otras medidas de carácter tributario orientadas a la reducción de la evasión y el contrabando. Por supuesto, estas medidas se adoptaron al amparo de las facultades que otorga el estado de excepción.

Sin embargo, en sentencia proferida en el mes de marzo, la Corte Constitucional juzgó inexecutable el decreto por medio del cual se declaró el Estado de Emergencia. Según la Corte, los argumentos utilizados por el gobierno para justificar dicha declaración no correspondían a hechos sobrevinientes o imprevisibles, como lo señala la Constitución. En particular, la Corte consideró que si bien la crisis fiscal constituye

un factor perturbador de la estabilidad económica no puede resolverse por vías diferentes a los recortes del gasto (para lo cual el gobierno tiene plenas facultades) o la discusión parlamentaria sobre posibles reformas tributarias.

Con respecto al exagerado crecimiento de los registros de endeudamiento externo durante los últimos meses de 1996, la Corte consideró que el mecanismo de regulación apropiado debería ser adoptado por la autoridad monetaria y cambiaria. Es decir, en este caso la competencia corresponde al Banco de la República. Precisamente por esta razón, la Junta Directiva del Emisor acaba de ampliar los encajes al endeudamiento externo a plazos inferiores a sesenta meses. Aunque esta medida inducirá una recomposición del endeudamiento externo hacia operaciones de mayor maduración, sus efectos sobre el nivel de las entradas de capitales no serán apreciables. Por ello, si se quiere evitar la revaluación de la moneda los encajes no actuarán como sustitutos a la reducción del gasto público.

No hay que llamarse a engaños: los encajes permiten consolidar una deuda externa con perfil de largo plazo, pero no atajan la revaluación. Para esto, el único antídoto consiste en una fuerte restricción fiscal.

En opinión de Fedesarrollo, la Corte obró en derecho y defendió el arreglo institucional vigente en el país. Con su sentencia dio un claro mensaje a los gobiernos que deseen utilizar los estados de excepción para conjurar coyunturas difíciles de carácter macroeconómico. En particular, ha señalado que los problemas fiscales de origen estructural requieren soluciones de fondo.

Frente a la crisis fiscal actual es imperativo un redimensionamiento del Estado que permita reducir permanentemente los niveles de gasto público en Colombia. Afortunadamente, el gobierno tiene las facultades legales para buscar dicho objetivo. De otra parte, es posible que sea necesaria una nueva discusión acerca de la eficiencia y equidad de nuestra estructura tributaria. Por ejemplo, no puede pasar inadvertida la posibilidad de ampliar la base tributaria del impuesto al valor agregado -eliminando algunas de las actuales excepciones- a cambio de una reducción en la tarifa actual del 16%. Con ello, mejoraría la eficiencia en el recaudo y se eliminarían algunas distorsiones existentes en la actualidad. Como lo ha dicho la Corte, corresponde al Congreso adoptar dichas decisiones luego de un amplio debate nacional. Con todo, Fedesarrollo considera que el ajuste fiscal debe realizarse por medio de la reducción del tamaño del Estado más que a través de un aumento en la tributación.

Por último, vale la pena mencionar que son muchos los caminos a través de los cuales una reducción

del déficit fiscal puede tener un efecto expansionista sobre la actividad económica. Un mayor nivel de ahorro público induce un mayor ahorro nacional, lo cual favorece la inversión. De otra parte, un menor nivel de gasto público eleva la tasa de cambio real, de manera que se favorecen los sectores productores de bienes transables.



A raíz de la declaratoria de inconstitucionalidad de la emergencia económica el gobierno nacional ha explorado fuentes alternativas de recaudo tributario. El objetivo es evitar el desbordamiento del déficit del gobierno nacional, el cual puede superar el 4.5% del PIB durante el presente año. Dentro de las disposiciones adoptadas en los últimos días sobresale el aumento de las tarifas arancelarias vigentes en el país.

El aumento tarifario elevará el arancel promedio de 11% a 14% a partir del próximo primero de abril y tendrá una vigencia inicial de tres meses. Si bien la medida no aplica a México, Chile y los países del Grupo Andino, frente a quienes se mantienen las preferencias resultantes de los acuerdos de integración, sí conlleva una violación de los compromisos derivados del Arancel Externo Común negociado dentro del Grupo Andino. La Decisión 364 de la Junta del Acuerdo de Cartagena establece los criterios y procedimientos por medio de los cuales los países pueden apartarse temporalmente del Arancel Externo Común como resultado de situaciones de emergencia nacional. Dichas situaciones deben responder a alteraciones del orden público, desastres naturales, o situaciones de naturaleza económica de carácter extraordinario e imprevisible, ajenas a la voluntad y control de las autoridades nacionales.

El gobierno colombiano ha justificado esta medida en razón del impacto negativo de la revaluación sobre la producción nacional. Sin embargo, pese a que es difícil argumentar que en el frente cambiario no existe control por parte de las autoridades, es altamente probable que los incrementos arancelarios sean aprobados por la Junta del Acuerdo de Cartagena. En efecto, algunos países del Grupo Andino pueden ver en la decisión colombiana una magnífica oportunidad para dilatar la entrada en vigencia del Arancel Externo Común o, incluso, elevar ellos mismos su nivel de protección frente al exterior. Adicionalmente, con medidas de este estilo se incrementan las posibilidades de desviación de comercio hacia los países de la región, con una pérdida de eficiencia para Colombia. Por último, los países del Grupo Andino prefieren una medida de este corte, que no los afecta negativamente, a un incremento generalizado en el impuesto al endeudamiento externo que encarece todo tipo de importaciones, independientemente de su origen.

Sin embargo, mientras la Junta del Acuerdo de Cartagena tome una decisión continuará reinando el ambiente de incertidumbre que ha caracterizado la economía en los últimos meses. Con ello, se frenará el proceso de reactivación de la economía, el cual parecía inminente a la luz de los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial de finales de 1996. Es claro que la emergencia económica y, ahora, el incremento arancelario generan desconfianza, lo cual dilata las decisiones de inversión. Un ajuste fiscal de carácter estructural permitiría recuperar la confianza y el clima de los negocios de manera sólida y duradera.

La política arancelaria no debe manejarse con criterios fiscalistas. Un mayor nivel de protección

de la economía colombiana redundará en una menor eficiencia de nuestro aparato productivo. Con la mayor protección se encarecerán los bienes de consumo, al igual que los intermedios y de capital, que son vitales en cualquier proceso productivo.



Durante el primer trimestre del año se ha registrado un significativo e inesperado repunte en las cotizaciones internacionales del café. De hecho, el precio promedio en el mercado internacional durante los primeros tres meses del año ha sido cercano a los US\$2.00 por libra, en contraste con los US\$1.20 registrados en promedio durante 1996. Entre los factores que explican dicho comportamiento, los cuales se discuten en detalle en el análisis coyuntural de esta revista, sobresale la incertidumbre en torno al tamaño de la cosecha brasileña, así como el bajo nivel de inventarios existente en los países consumidores. Es un hecho que las nuevas prácticas en el manejo de inventarios, asociadas a la necesidad de mayor eficiencia en la rotación del producto, han redundado en una disminución sustancial en el café acumulado por parte de la industria torrefactora en los países consumidores.

Dado que el mercado internacional muestra un virtual equilibrio entre las cantidades ofrecidas (producción más inventarios disponibles) y la demanda (que ha crecido lenta pero constantemente) es lógico que incertidumbres acerca de la verdadera producción mundial desaten un fuerte incremento en los precios. Lo anterior en virtud de la necesidad de los tostadores de asegurarse un flujo oportuno de café verde para no ver interrumpida su actividad. Por ello, el mercado se encuentra bajo la paradójica situación en la que se

paga una prima por el café disponible de manera inmediata. Los contratos a futuro se cotizan a un menor precio, lo que refleja las expectativas de regreso a las condiciones normales del mercado en un futuro no distante. Todo ello indica, y la historia cafetera lo confirma, que el aumento reciente de precios es un fenómeno transitorio y pasajero. El precio internacional volverá a descender, especialmente durante el segundo semestre cuando las principales cosechas -como la colombiana- salgan al mercado. Varios analistas sugieren una cotización promedio de US\$1.60 por libra a partir de julio próximo.

El manejo de la actual coyuntura no debe perder de vista estas tendencias del mercado externo. Colombia es reconocido a nivel internacional como un caso exitoso de estabilización macroeconómica. Esto es atribuible, en buena parte, al manejo prudente y cauteloso que se le ha dado al Fondo Nacional del Café. Por medio de esta herramienta el país ha sido capaz de aislar parcialmente el ingreso cafetero de los vaivenes del mercado internacional. Sin embargo, ello ha sido posible gracias a la capacidad del Fondo de ahorrar recursos durante los períodos de bonanza, para luego desahorrar durante las destorcidas del mercado.

Dada la experiencia colombiana, es necesario que durante la actual coyuntura de precios altos el manejo de la política cafetera logre conciliar el objetivo de mejorar el ingreso de los cafeteros (que estuvo por debajo del nivel deseable en los últimos años) con la necesidad de fortalecer patrimonialmente al Fondo. Solo así este instrumento servirá para que en el futuro se pueda asimilar una caída en el precio externo, la cual es perfectamente anticipable.

Los aumentos en el precio interno deben tener en cuenta la cotización que corresponde a la tendencia histórica, la cual según cálculos de Fedesarrollo es del orden de US\$1.47 por libra. Con una remuneración acorde con este precio promedio se cumple el requisito de hacer financieramente viable al Fondo en el largo plazo al tiempo que se le asegura al productor una rentabilidad adecuada. Sin embargo, debido a que en los últimos años el precio interno estuvo por debajo de este nivel es posible compensar en la actualidad a los caficultores colombianos con una remuneración superior, cercana a los US\$1.60 por libra.

Esta cotización, además, coincide con lo que los analistas consideran será el precio promedio para el café colombiano en el mercado internacional durante 1996.

Esto implica que los excedentes resultantes de precios internacionales superiores a este nivel deben ser ahorrados por el Fondo. No conviene inducir aumentos exagerados en el precio interno los cuales además de ser insostenibles en el mediano plazo dan origen a decisiones en materia de producción que dificultan el manejo cafetero durante los períodos de reducción en el precio externo.

Los recursos ahorrados por el Fondo no deben dar origen a transferencias al gobierno central. La ortodoxia en el manejo financiero exige que sus excedentes sean invertidos en títulos que aseguren una rentabilidad adecuada. Dentro de ellos caben los denominados TES, siempre y cuando su colocación se realice en los términos determinados por el mercado.

Finalmente, no debe perderse de vista que el café continuará jugando un papel protagónico en la economía nacional. Son muchos los canales a través de los cuales el sector cafetero irriga al aparato productivo colombiano. Su importancia cobra aún más vigencia a la luz de las recientes proyecciones que indican que los aumentos en la

producción de crudo no serán tan duraderos como lo inicialmente previsto. Más aún, recientes estudios internacionales sugieren que en los próximos años se registrará una descolgada en los precios del petróleo. Por ello el café, y el sano manejo del Fondo, seguirán teniendo unas claras implicaciones para la estabilidad macroeconómica del país.


Éxitos

Los éxitos de tu vida



 Las fórmulas de tu éxito son las fórmulas de tu vida.

Tu dedicación, tu concentración, tu entusiasmo, tu mente abierta y siempre activa y tu buen ánimo, secretos que saben bien para saborear tus éxitos.

 Al mantenerte despierto a las oportunidades, te mantienes en una posición de éxito.

El café te acompaña en tus momentos de éxito.

Felicitaciones.

UN MENSAJE SALUDABLE DEL CAFE, PARA TI.

**PROGRAMA
EL CAFE Y TU SALUD
CENTROS DE
PREPARACION
DE CAFE**



Indicadores de Coyuntura

Desarrollo Humano vs Crecimiento Económico: el caso de cuatro ciudades colombianas
Mauricio Alviar R. y Adriana Patricia López V.

Money and Price Theory
Carlo Benetti and Jean Cartelier

Evolución cambiaria y tipo de cambio real en Colombia en el período 1990-1994
Ramón Javier Mesa C. y John Jairo García R.

Flexibilidad de precios y estabilidad de la producción: punto de vista de un antiguo keynesiano
James Tobin

Perfiles de bienestar de los grupos vulnerables en el Área Metropolitana de Santiago de Cali
Harvy Vivas

Sección de Indicadores

A propósito del coloquio internacional : Apertura económica y sociedades latinoamericanas

Reseñas

Incluye Separata Perfil de Coyuntura Económica Primer semestre de 1996

LECTURAS DE ECONOMIA

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

44

Enero-junio 1996

CORRESPONDENCIA, CANJE Y SUSCRIPCIONES

Lecturas de Economía. Facultad de Ciencias Económicas. Universidad de Antioquia.
Apartado 1226. Teléfonos : 210 58 42 y 210 58 44. Fax : (574) 233 12 49
Medellín. Colombia. Suramérica.

I. Indicadores de la actividad productiva

CRECIMIENTO DEL PIB

- ◆ El año de 1996 terminó con un crecimiento del PIB estimado por Planeación Nacional en 2.9%, no muy distante de la proyección de crecimiento económico de 3.1% hecha por Fedesarrollo en julio de 1996. Varios son los factores que llevaron a un crecimiento en el año inferior al 4% proyectado en julio por el DNP, y que fue revisado posteriormente por esta entidad a 3.5%.
- ◆ Por el lado de la oferta, todos los sectores, con excepción de la minería y los servicios, tuvieron desempeños muy pobres en 1996. En el caso del sector agropecuario, la reducción de la producción cafetera en 18.3%, así como las bajas cosechas de los cultivos transitorios que registraron una caída de 0.2%, y la de los permanentes con un crecimiento de apenas 0.7%, llevaron a un crecimiento del sector de sólo 1.2%.
- ◆ La industria manufacturera fue uno de los sectores más golpeados en 1996. Según las cifras preliminares del DNP, este sector se contrajo en 0.1% si se incluye la trilla de café, y en 1.0% si ésta no se incluye.

Cuadro 1. CRECIMIENTO DEL PIB TOTAL Y POR SECTORES (Variación porcentual anual)

	1996e	Proyección 1997	
	DNP	Oficial	Fedesarrollo
Sector agrícola	2.5	2.9	4.7
Café pergamino	-18.3	3.0	9.8
Resto de la agricultura	10.2	2.9	3.7
Minería	7.7	15.0	10.2
Petróleo	-	-	11.7
Gas natural	-	-	2.9
Carbón	-	-	10.4
Resto de la minería	-	-	5.9
Industria	-0.1	2.6	2.1
Café elaborado	10.0	8.0	9.0
Industria sin trilla	-1.0	2.0	1.9
Construcción	3.8	13.3	3.5
Servicios	4.9	3.3	3.9
Comercio, restaurantes y hoteles	0.3	3.1	2.4
Transporte y almacenamiento	4.8	5.8	5.0
Resto de servicios modernos	4.6	4.6	3.9
Servicios personales	9.0	7.0	1.0
Servicios domésticos	2.0	2.5	5.3
Alquiler de vivienda	3.4	3.0	4.9
Servicios del gobierno	9.8	-3.0	5.0
PIB total	2.9	4.0	3.8

Fuente: DNP y proyecciones de Fedesarrollo de enero de 1997.

- ◆ Igualmente, los resultados de la actividad comercial y la construcción en 1996 fueron muy malos, con crecimientos respectivos, según Planeación Nacional de 0.3% y 3.5%, este último resultado, en buena parte, de la contracción de 15% en la edificación de vivienda.
- ◆ Por el lado de la demanda, la inversión privada fue la variable que registró el peor comportamiento durante 1996. Los resultados preliminares del DNP para ese año, muestran una caída de 5% de la inversión privada en 1996 frente al año anterior, en tanto que la inversión pública creció 13.9%.
- ◆ El consumo final se redujo de 5.9% en 1995 a 0.3% en 1996, con una contracción del consumo privado de 1.7%, mientras que el consumo público se elevó en 11%.

ACTIVIDAD INDUSTRIAL

- ◆ El rasgo característico de la producción industrial durante 1996 fue una tendencia continua hacia la desaceleración. Fueron muy pocos los subsectores que alcanzaron crecimientos positivos en el año. En el período enero-noviembre de 1996, la producción industrial se contrajo 2.75% con trilla de café, y 3.35% sin trilla, frente a crecimientos respectivos de 3.6% y 2.0% en estos mismos meses de 1995.
- ◆ Dentro del grupo de bienes de consumo, los subsectores que presentaron los mejores resultados durante el período enero-noviembre de 1996 fueron el equipo profesional y científico, el tabaco y el vestuario. Para estos dos últimos sectores, el año fue particularmente bueno, con incrementos de producción de 15.5% y 7%, respectivamente, lo cual resulta extraordinario si se tiene en cuenta que los dos habían experimentado una fuerte contracción en los tres años anteriores.
- ◆ A pesar de la desaceleración de la demanda en 1996, los textiles registraron un crecimiento de 2.7% entre enero y noviembre de 1996. La producción de alimentos, por el contrario, sí se vio afectada por el comportamiento de la demanda, al haber registrado este subsector un crecimiento de 1.7% en los once primeros meses del 1996.
- ◆ La producción de bebidas se contrajo 8.2% en este mismo período, después de haber experimentado crecimientos superiores al 8% en los tres años anteriores. Las imprentas y editoriales también se contrajeron en los once meses, al haberse reducido su producción en 3.9%, frente a igual período de 1995.

Cuadro 2. CRECIMIENTO DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO POR TIPO DE GASTO
(Variación porcentual anual)

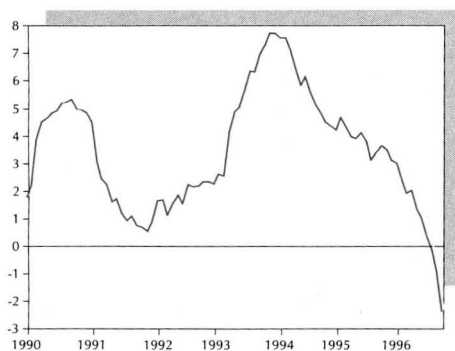
	1996e	1997	
	DNP	Oficial	Fedesarrollo
PIB	2.9	4.0	3.8
Consumo total	0.3	3.0	3.8
Consumo privado	-1.7	3.9	3.6
Consumo el gobierno	11.0	-1.5	5.0
Inversión total	2.6	5.2	0.6
Formación bruta de capital fijo	2.0	5.8	-0.9
Inversión privada	-5.0	5.0	-5.1
Inversión gobierno	13.9	7.0	5.1
Variación de existencias	4.0	4.0	-0.2
Demanda interna	0.9	3.6	3.0
Exportaciones	5.2	6.5	6.6
Importaciones	-1.8	4.5	3.0

Fuente: DNP y proyecciones de Fedesarrollo de enero de 1997.

- ◆ Dentro de este grupo, los peores resultados se presentaron en las industrias de calzado, cuero y muebles de madera que redujeron su producción por encima del 19% entre enero y noviembre de 1996.
- ◆ Por el lado de las materias primas, únicamente el petróleo registró un crecimiento importante, de 22.1% en los once primeros meses de 1996, ya que el incremento del único otro subsector que creció en este período, barro, loza y porcelana, fue de apenas 0.9%.
- ◆ El resto de industrias productoras de materias primas tuvieron un desempeño durante el año, acorde con la evolución de los sectores para los cuales producen insumos.

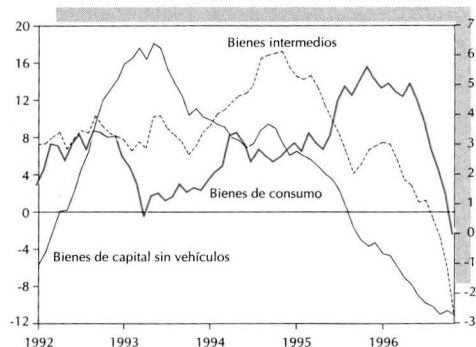
- ◆ Entre enero y noviembre de 1996, en las industrias que están relacionadas con el sector de la construcción, especialmente con la edificación de vivienda (que cayó 15% en el año), la reducción de la producción fue de 12.8% en cemento, de 9.8% en vidrio, de 5.3% en hierro y acero y de 29.1% en las industrias de madera.
- ◆ La producción de papel se redujo 11.2% en los once primeros meses del año, tanto por falta de demanda en el mercado interno como en el externo. La reducción de 8.2% en la producción de químicos fue también considerable en estos mismos meses.
- ◆ La contracción de la inversión privada en 1996 se vio reflejada en el pobre desempeño de las industrias de bienes de capital. Dentro de los tres subsectores dedicados a la producción de este tipo de bienes, el de maquinaria diferente a la eléctrica fue el que registró la mayor desaceleración con una reducción de la producción de 17.8% en los once primeros meses del año con respecto a este mismo período del 1995. Las producciones de aparatos eléctricos y vehículos se contrajeron 7.3% y 6.8%, respectivamente en estos mismos meses.
- ◆ De acuerdo con las respuestas del mes de enero de 1997 de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, el sector manufacturero terminó el año con una marcada desaceleración.
- ◆ Durante el año, el balance sobre la actividad productiva mediante el cual se observa la dinámica de la producción industrial fue positivo únicamente en los meses de febrero y octubre. Es decir que en el resto del año fueron más los empresarios que redujeron su producción que los que la ampliaron. En enero de 1997, de acuerdo con los empresarios, la actividad productiva se mantenía en los mismos bajos niveles del año anterior.

Gráfico 1A. PRODUCCION INDUSTRIAL SIN TRILLA DE CAFE (Variación porcentual anual promedio móvil 12 meses del índice)
Enero 1990 - noviembre 1996



Fuente: Muestra Mensual Manufacturera del Dane y cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 1B. PRODUCCION INDUSTRIAL (Variaciones de promedios móviles de 12 meses)
Enero 1992 - noviembre 1996



Fuente: Muestra Mensual Manufacturera del Dane y cálculos de Fedesarrollo.

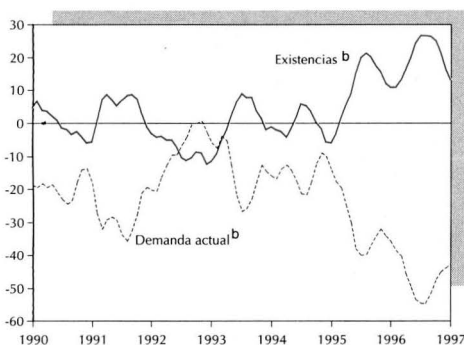
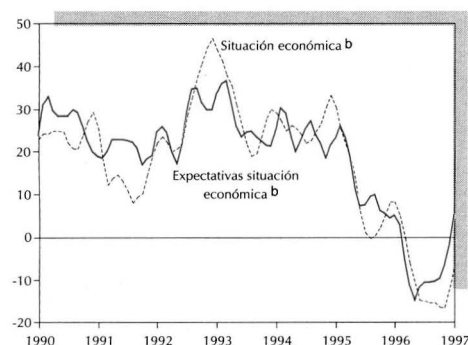
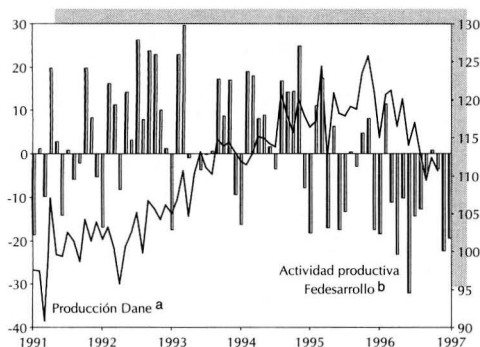
Cuadro 3. CRECIMIENTO DE LA PRODUCCION INDUSTRIAL POR SECTORES (%)

	Enero - noviembre		
	95/94	95/94	96/95
Bienes de consumo			
Alimentos (sin trilla)	9.2	9.6	1.7
Bebidas	8.7	10.3	-8.2
Tabaco	-15.6	-13.6	15.5
Textiles	5.7	5.4	2.7
Vestuario	-2.6	-3.2	7.0
Cuero, pieles, excepto calzado	-15.7	-15.3	-24.1
Calzado	-9.3	-8.5	-19.1
Muebles de madera	3.5	5.5	-50.1
Imprentas y editoriales	-7.9	-7.7	-3.9
Plásticos	-3.2	-3.8	1.2
Equipo profesional y científico	33.3	30.8	17.8
Industrias diversas	-3.8	-2.2	-4.1
Bienes intermedios			
Industria de madera	-12.1	-13.7	-29.1
Papel	8.5	9.8	-11.2
Químicos	8.8	9.0	-8.2
Otros productos químicos	1.2	2.5	-6.6
Petróleo	0.8	-1.0	22.1
Otros derivados del petróleo	5.2	5.6	-6.4
Caucho	-15.5	-14.4	-12.6
Barro, loza y porcelana	1.2	1.8	0.9
Vidrio	2.6	4.1	-9.8
Productos minerales no metálicos	2.6	0.4	-10.9
Hierro y acero	1.6	1.8	-5.3
Metales no ferrosos	4.3	4.2	-12.8
Prod. metálicos excepto maquin.	6.8	4.9	-1.1
Bienes de capital sin vehículos			
Maquinaria excepto la eléctrica	-0.1	2.3	-19.0
Maquinaria, aparatos eléctricos	-7.7	-8.0	-6.1
Vehículos			
Equipo y material de transporte	1.0	0.7	-8.2
Total	2.1	2.0	-2.8
Trilla de café	-18.2	-21.3	9.2
Total excepto trilla	3.4	3.6	-3.4

Fuente: Muestra Mensual Manufacturera del Dane y cálculos de Fedesarrollo.

- ◆ La reducción en la actividad productiva de las empresas se reflejó en una desacumulación de inventarios hacia el final del año. El nivel de pedidos cayó en 1996 al nivel más bajo de los años noventa, con lo cual la utilización de la capacidad instalada se redujo a un nivel promedio de 70%, inferior al 74% presentado en los cuatro años anteriores.
- ◆ Durante 1996 se acentuó el deterioro iniciado en 1995 del indicador de situación económica. Este empeoramiento fue mucho más agudo a nivel de la pequeña y mediana empresa.
- ◆ En cuanto a las expectativas para los próximos seis meses, los resultados de la encuesta del mes de enero muestran un cambio de tendencia de las mismas hacia un mayor optimismo. Esto es especialmente acentuado entre los empresarios de los sectores de bebidas, imprentas y editoriales, químicos, vidrio, metalmecánica y material de transporte.
- ◆ De acuerdo también con los resultados de la encuesta, la desaceleración de la actividad productiva durante 1996, se tradujo en una importante caída del empleo industrial.
- ◆ A nivel sectorial, los resultados de la Encuesta de Opinión muestran que los sectores más afectados por la caída en las ventas, los menores ritmos de actividad productiva y la mala situación económica fueron el de madera y sus manufacturas, textiles, cuero y sus manufacturas, productos químicos industriales, cemento y otros metálicos para construcción, maquinaria incluyendo los artefactos eléctricos, y el equipo y material de transporte.

**Gráfico 2. INDICADORES DE OPINION SOBRE
EL SECTOR INDUSTRIAL
Enero 1990 - enero 1997**



^a Índice de producción industrial desestacionalizado. Datos hasta noviembre de 1996.

^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.

En favor de la industria actúa:

- ◆ Para 1997 se espera una recuperación de la actividad industrial estimulada por el dinamismo de la demanda interna. En este sentido contribuirá también la moderación de las tasas de interés, las cuales se prevé se reduzcan en promedio entre 8 y 10 puntos con respecto a los niveles promedio alcanzados en el año anterior.
- ◆ Desde el punto de vista de la producción nacional, el alza de aranceles al encarecer los precios de los productos importados actuará como una protección a la producción interna, facilitando la reactivación de la misma.
- ◆ El bajo nivel de utilización de la capacidad instalada al que llegó la industria en 1996 permitirá aumentar la producción sin mayores costos.

En contra del sector actúa:

- ◆ En cuanto a los factores que actúan en contra de la industria figura en primer lugar la incertidumbre, tanto con respecto al cambio en las reglas del juego como a la eventualidad de sanciones económicas por parte de los Estados Unidos dada la reciente descertificación.
- ◆ Los mayores aranceles sumados a un mayor ritmo de devaluación en 1997 harán más costosa la importación de materias primas frente a los niveles del año anterior.

ACTIVIDAD COMERCIAL

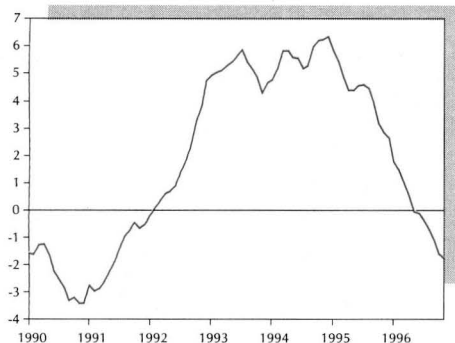
- ◆ Pese a la reducción de las tasas de interés en los últimos meses del año, las ventas minoristas cayeron en 1996 frente a las registradas en el año inmediatamente anterior. Entre enero y noviembre de 1996, esta reducción fue de 2.5% en términos reales en comparación con un crecimiento de 2.4% en estos mismos meses de 1995.
- ◆ En estos once meses, se registró crecimiento únicamente en las ventas de alimentos y bebidas, farmacéuticos y vestuario y calzado. Las ventas de vehículos se redujeron 20.2%, en tanto que las de muebles y electrodomésticos cayeron en 172%.
- ◆ Las respuestas del mes de enero de la Encuesta al Comercio de Fedesarrollo-Fenalco muestran un comportamiento muy similar a las del sector industrial. El año estuvo caracterizado por el deterioro continuo de la demanda interna.
- ◆ La baja demanda en el sector comercio se tradujo en una importante acumulación de existencias en manos de los comerciantes durante el año.
- ◆ De acuerdo con los comerciantes, su situación económica fue mala durante todo el año. En efecto, después de un excelente desempeño del sector durante todos los años noventa, el cambio en las

Cuadro 4. COMERCIO MINORISTA POR SECTORES
(Tasas anuales de crecimiento)

		Total comercio	Vehículos y respuestos	Alimentos y bebidas	Cacharrerías bazares y misceláneas	Mercancías no clasificadas	Farmacias	Artículos de ferretería	Muebles y electro- domésticos	Vestuario y calzado	Combustibles y lubricantes
1994	I	11.2	20.2	8.5	6.9	13.7	-1.9	5.8	23.4	11.1	-5.4
	II	2.8	5.3	1.8	-6.6	3.4	0.8	7.2	19.8	-2.3	-2.1
	III	6.6	2.2	8.9	-2.9	0.9	1.1	0.4	15.6	7.0	-2.0
	IV	5.2	5.0	5.9	-0.6	3.2	2.9	1.8	4.9	7.2	0.5
1995	I	2.9	6.3	4.4	1.8	-0.7	4.6	-9.6	4.9	-3.4	0.2
	II	4.2	-8.0	7.0	15.9	0.5	4.7	-9.7	2.6	8.5	-3.6
	III	1.3	-0.7	3.6	8.4	-12.1	-0.8	-7.3	-2.3	3.4	nd
	IV	0.9	-1.7	2.8	10.0	-8.7	-2.0	-9.5	-3.2	2.4	nd
1996	I	-3.4	-24.8	4.1	-1.0	-5.4	5.2	-7.3	-19.6	5.1	-11.5
	II	-2.9	-12.2	3.9	-7.5	-5.6	2.2	-16.2	-23.2	1.1	-9.6
	III	-	-22.6	3.7	-3.8	-6.4	16.6	-12.0	-10.7	2.9	-
Enero-noviembre ^a											
	1995/94	2.4	-2.3	4.5	8.3	-5.2	1.9	-8.8	0.3	2.1	-
	1996/95	-2.5	-20.2	3.0	-3.8	-4.9	8.6	-11.4	-17.0	4.0	-

^a A partir de julio de 1996, el acumulado de la columna total comercio corresponde al índice de valor de ventas sin combustibles.
Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 3. INDICE DE VENTAS DEL COMERCIO (Variación porcentual anual promedio móvil del índice) Enero 1990 - noviembre 1996

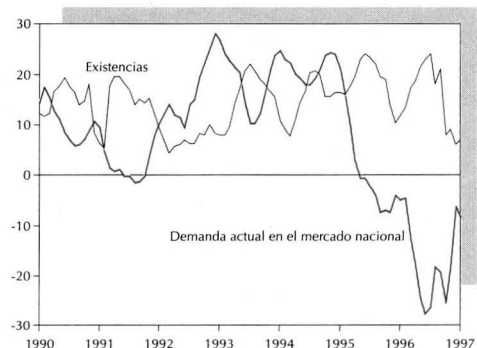


Fuente: Muestra Mensual del Comercio al por Menor del Dane y cálculos de Fedesarrollo.

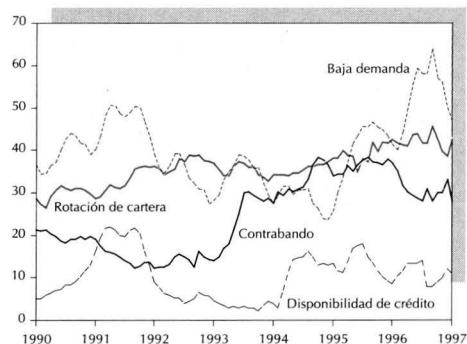
condiciones económicas en 1996, en especial, la contracción del consumo privado, se reflejaron en una reducción significativa de las ventas al por menor.

- ◆ Los comerciantes al igual que los empresarios terminaron el año de 1996 con gran optimismo con respecto a la situación económica de sus negocios en los primeros seis meses de 1997.
- ◆ Adicionalmente a la baja demanda, los comerciantes encuentran problemas con la rotación de cartera -especialmente en las ventas de textiles, electrodomésticos y artículos de ferretería-; y con el contrabando, el cual tiene mayor incidencia en las ventas de repuestos para vehículos, electrodomésticos y textiles.
- ◆ De manera generalizada, los comerciantes encuentran grandes obstáculos con los costos financieros y el acceso al crédito bancario.

Gráfico 4. INDICADORES DE OPINION SOBRE LA ACTIVIDAD COMERCIAL (Balances*) Enero 1990 - enero 1997



PROBLEMAS



* Balances: diferencia entre porcentaje de respuestas: positivas (más, alto, mayor, bueno) y negativas (menos, bajo, menor, malo).
Fuente: Encuesta de Comercio Fedesarrollo-Fenalco, Series suavizadas.

ACTIVIDAD CONSTRUCTORA

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

	Enero - diciembre			
	1995/1994	1995/1994	1996/1995	1997/1996
Producción de cemento (toneladas)				
Producción total según Dane ^a	0.2	0.4	-15.3	-
Licencias aprobadas de construcción (miles de mt²)^b				
Bogotá	-4.1	-4.1	-33.1	-
Resto del país	-2.7	-2.7	-25.1	-
Total nacional	-3.2	-3.2	-28.0	-
Licencias aprobadas de construcción de vivienda (miles de mt²)^b				
Bogotá	-11.7	-11.7	-38.1	-
Resto del país	-6.6	-6.6	-29.7	-
Total nacional	-8.5	-8.5	-32.7	-
Índice de costos de la construcción	16.4	16.4	19.6	-
Valor nominal acumulado del flujo neto de préstamos de las CAVs (millones de pesos)^c				
Préstamos aprobados	15.2	42.4	24.2	34.0
Préstamos entregados	22.2	44.3	4.2	1.1
Constructores	34.5	66.4	-11.6	-42.9
Individuales	-2.5	13.2	19.8	62.2
Industriales	65.3	55.1	309.3	28.1
Despachos Nacionales de cemento (toneladas)^c				
Despachos Nacionales según ICPC	1.4	14.1	-0.8	-13.7

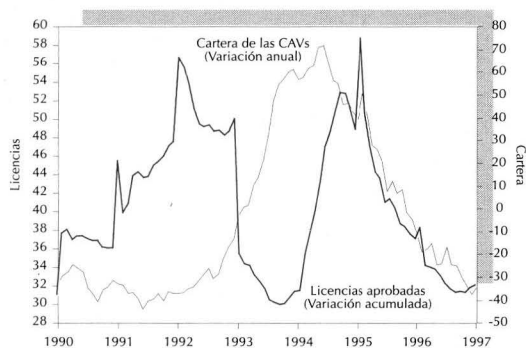
^a Datos a noviembre.

^b Datos a diciembre.

^c Datos a Enero.

Fuente: Dane, ICAV, ICPC.

Gráfico 5. CARTERA DE LAS CAVS (a enero de 1997) LICENCIAS APROBADAS
(a diciembre de 1996)



Fuente: Dane, Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 6. COSTOS DE LA EDIFICACION DE VIVIENDA (Variación porcentual anual)
Enero 1990 - diciembre 1996



Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo.

- ◆ Durante 1996, las licencias aprobadas (metros cuadrados) se redujeron en 28% a nivel nacional con respecto al año anterior, mientras que en Bogotá esta reducción fue de 33.1%. Las licencias para edificación de vivienda (metros aprobados) presentaron una caída relativamente mayor, 32.7% para el total nacional, y 38.1% para Bogotá.
- ◆ Los préstamos aprobados por las corporaciones de ahorro y vivienda entre enero de 1996 y enero de 1997 crecieron un 24.2% frente al año anterior. Al descomponer los créditos por destino se observa un aumento de 62.2% en los préstamos a individuales, es decir subrogaciones, y de 28.1% a industriales. Por el contrario, los créditos a constructores cayeron en 42.9%, lo cual resulta consistente con la reducción de las licencias aprobadas en 1996.
- ◆ Como resultado de la contracción de la edificación de vivienda en 1996, estimada por Planeación Nacional en 15%, la producción de cemento se redujo 15.3% entre los meses de enero a noviembre de 1996, al tiempo que los despachos de cemento cayeron 13.7% en el período enero 1996-enero 1997.
- ◆ Los resultados más recientes de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo del sector de la construcción del último trimestre de 1996, muestran una recuperación del mismo, especialmente en el sector de vivienda. Los resultados muestran igualmente un aumento del empleo en el sector con respecto a los niveles registrados en el trimestre inmediatamente anterior.
- ◆ El indicador de situación económica de las empresas constructoras, así como el de expectativas para los primeros seis meses de 1997 muestran un importante cambio de tendencia en todos los tipos de actividad constructora.

Gráfico 7A. VENTAS DE VIVIENDA (Balances)

Primer trimestre 1991 - cuarto trimestre 1996

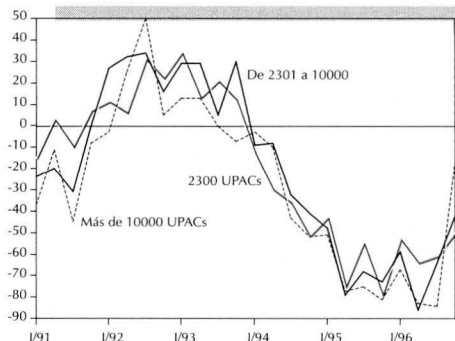


Gráfico 7B. ACTIVIDAD CONSTRUCTORA (Balances)

Primer trimestre 1991 - cuarto trimestre 1996

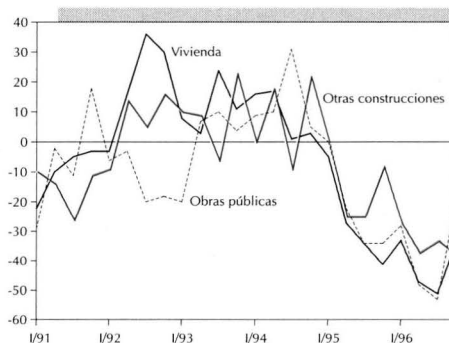
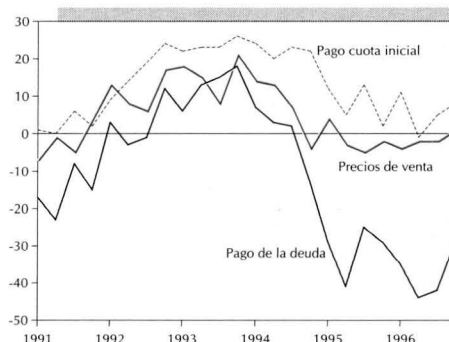


Gráfico 7C. FACTORES QUE INFLUYEN EN LAS VENTAS DE VIVIENDA

Primer trimestre 1991 - cuarto trimestre 1996



Corresponde a balances: diferencia entre porcentajes de respuestas favorables y desfavorables.
Fuente: Encuesta del sector de la construcción. Fedesarrollo-Camacol Cundinamarca.

Gráfico 8A. PRODUCCION DE PETROLEO
(Miles de barriles diarios)
Enero 1990 - enero 1997

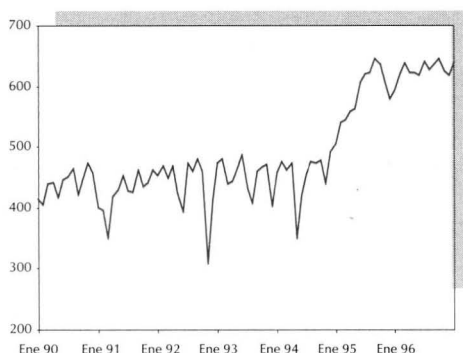
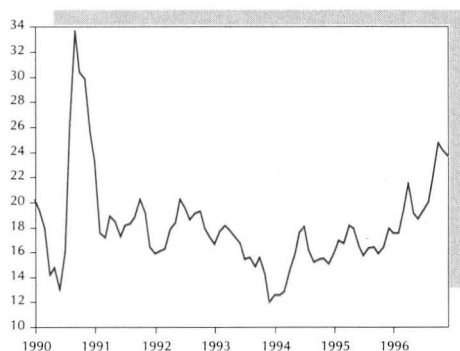


Gráfico 8B. PRECIO EXTERNO DEL PETROLEO
(Dólares/barril) Enero 1990 - enero 1997



Fuente: Dane, Ecopetrol y cálculos de Fedesarrollo.

Cuadro 6. PRODUCCION DE PETROLEO
(Miles de BPDC)

	Producción
1990	439
1991	425
1992	437
1993	452
1994	454
1995	585
1996	625
1997 Enero	639

Fuente: Ecopetrol.

ACTIVIDAD MINERA

- ◆ De acuerdo con estimaciones de Planeación Nacional, el sector minero creció 7.7% en 1996. En el año, la producción de petróleo del país pasó de un nivel promedio de 585 mil barriles diarios a 625 mil barriles, representando un incremento de 6.8%. En enero de 1997, la producción promedio del mes fue de 639 mil barriles diarios.
- ◆ El valor de las exportaciones de petróleo fue de US\$2,930.6 millones, 36% superior al valor registrado en el año anterior. Este incremento se debió al resultado del excelente comportamiento del precio del crudo en el mercado internacional mas que a aumentos en el volumen exportado.
- ◆ Las exportaciones de carbón tuvieron también un excelente comportamiento en 1996, registrando en el año un incremento de 46%, al pasar de US\$595 millones en 1995 a US\$869 millones en 1996.
- ◆ Para 1997, se proyecta un crecimiento del sector minero de 15%, liderado por la producción de petróleo, que se estima crecerá 13.2% en el año, llegando a un nivel promedio de 704 mil barriles diarios.
- ◆ Para 1997, las exportaciones de petróleo se estiman en US\$3,240 millones bajo el supuesto de que el precio se mantenga en promedio al mismo nivel del año anterior, es decir en US\$19.7 por barril. Este escenario es posible si los Estados Unidos mantienen el embargo a Irak.
- ◆ Las exportaciones de carbón se estiman en US\$981.2 millones en 1997, superiores en 13% a las del año inmediatamente anterior.

SECTOR AGROPECUARIO

Café

- ◆ De acuerdo con las estimaciones más recientes de Planeación Nacional, la producción de café pergamino se redujo 18.3% en 1996, al pasar ésta de 13.6 millones de sacos en 1995 a 11.1 millones en 1996. El clima fue el factor que más incidió en los resultados de la producción de café en el año.
- ◆ El comportamiento del precio interno del café durante los últimos tres meses ha sido totalmente errático. De un precio de \$235,000 por carga de 125 kilos en noviembre de 1996, se pasó a un nuevo precio de \$221,500 en diciembre del mismo año, consistente con la reducción que se había registrado en el precio externo del grano.
- ◆ Posteriormente, de acuerdo también con el comportamiento del precio externo, el cual ha sido hacia el alza a partir de la última semana de enero, el precio interno se ajustó tres veces en el mismo mes. En la primera semana de febrero de 1997, el precio interno se ajustó a \$248,125 por carga. Dos semanas más tarde, dado que el precio externo continuó subiendo, el interno fue reajustado nuevamente a \$290,000 por carga. Sin embargo, en esta oportunidad se introdujo un sistema flexible de ajuste con base en un precio básico de \$221,500 por carga, mediante el cual se le reconoce al productor en forma dinámica y a lo largo del año, un valor adicional al precio básico, equivalente al 100% del exceso por encima del costo neto. Siguiendo esta fórmula, el precio interno ha subido todos los viernes, llegando el precio a \$359.000 por carga el 5 de marzo.

Gráfico 9A. PRECIO INTERNO REAL DEL CAFE
(Miles de pesos de diciembre de 1988)
Enero 1990 - febrero 1997

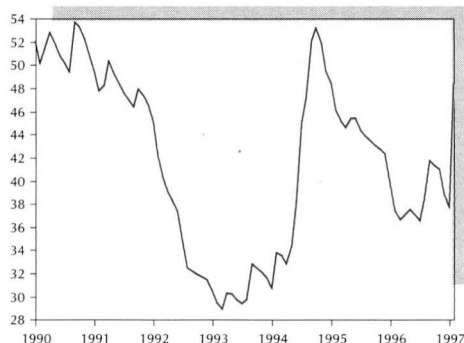


Gráfico 9B. VOLUMEN COSECHA CAFETERA
(Var. porcentual anual acumulada 12 meses)
Enero 1990 - enero 1997

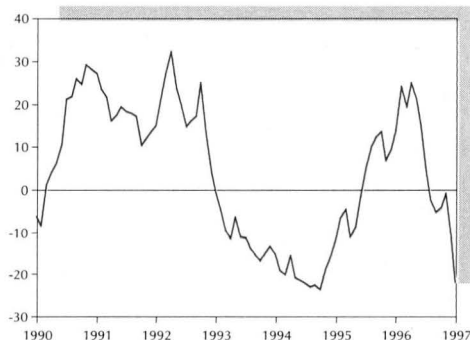
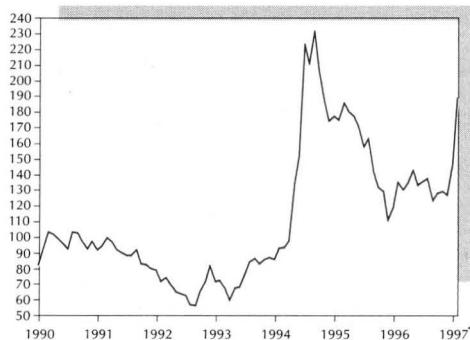


Gráfico 9C. PRECIO DE LAS EXPORTACIONES DE CAFE (Centavos de dólar por libra)
Enero 1990 - febrero 1997



Fuente: Fedecafé y cálculos de Fedesarrollo.

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

Cultivos	Total 1995	Total 1996	Variación 96/95
Transitorios			
Exportables	15,041.1	15,010.6	-0.2
Ajonjolí	84.1	95.9	14.0
Algodón	1,563.3	2,073.5	32.6
Arroz total	5,849.9	5,456.8	-6.7
Papa	7,397.6	7,132.1	-3.6
Tabaco rubio	146.2	252.3	72.6
Importables			
Cebada	10,707.4	9,400.3	-12.2
Frijol	243.2	245.0	0.7
Maíz total	2,383.0	1,931.4	-19.0
Sorgo	4,678.4	4,587.7	-1.9
Soya	1,993.0	1,626.9	-18.4
Trigo	930.5	589.5	-36.6
	479.3	419.8	-12.4
No comerciables			
Maní	4,811.3	4,830.1	0.4
Hortalizas	57.5	76.3	32.7
	4,753.8	4,753.8	0.0
Total transitorios	30,559.8	29,241.0	-4.3
Permanentes			
Exportables			
Banano exportación	31,646.0	33,085.5	4.5
Cacao	2,849.4	2,692.6	-5.5
Caña de azúcar	1,557.8	1,907.8	22.5
Plátano exportación	18,282.5	19,066.8	4.3
Tabaco negro	340.8	334.9	-1.7
Flores	412.6	429.3	4.0
	8,202.9	8,654.1	5.5
Importables			
Palma africana	6,765.4	6,960.3	2.9
	6,765.4	6,960.3	2.9
No comerciables			
Caña panela	23,980.2	25,910.5	8.0
Coco	7,051.4	7,308.8	3.7
Fique	356.2	275.3	-22.7
Name	246.2	225.3	-8.5
Plátano	446.1	505.2	13.2
Yuca	7,888.3	9,103.9	15.4
Frutales	2,797.8	2,882.3	3.0
	5,194.2	5,609.7	8.0
Total permanentes	62,391.6	65,956.3	5.7
Agricultura sin café	92,951.4	95,197.3	2.4
Café	17,497.4	14,295.4	-18.3
Total agricul. con café	110,448.8	109,492.7	-0.9

Fuente: Ministerio de Agricultura, DNP, UDA.

◆ El efecto del nuevo sistema sobre las finanzas del Fondo Nacional del Café es neutro, ya que ni capitaliza ni se descapitaliza, pues traslada al productor el recurso generado por encima del costo neto. No obstante, dado que el precio externo ya superó US\$2.00 por libra, el gobierno ajustó la fórmula con el fin de que parte del excedente quede en manos del Fondo Nacional del Café.

◆ Para 1996, se estima una producción de café de 12 millones de sacos y un volumen de exportación de 11.6 millones de sacos.

Agricultura no Cafetera

◆ De acuerdo con las cifras del Ministerio de Agricultura y Planeación Nacional, el crecimiento de la producción agrícola en 1996 fue de 0.9% con café y de 2.4% sin incluir este producto.

◆ Los cereales se redujeron 7.7%, con una caída de 8.8% en arroz y de 16.4% en sorgo. Las oleaginosas, por su parte, tuvieron una reducción de 22.4% en el año. Dentro del grupo de los otros cultivos, únicamente se presentaron incrementos en las producciones de algodón fibra y tabaco rubio.

◆ La producción de los cultivos permanentes aumentó apenas 0.7% en 1996. La producción de banano y plátano se redujo 8.6%, mientras que la caña sólo creció 0.7%, 1.4% la azucarera y -0.4% la panelera.

II. Indicadores laborales

Gráfico 10A. TASAS DE PARTICIPACION Y OCUPACION SIETE AREAS METROPOLITANAS (Primer trimestre 1991 - cuarto trimestre 1996)

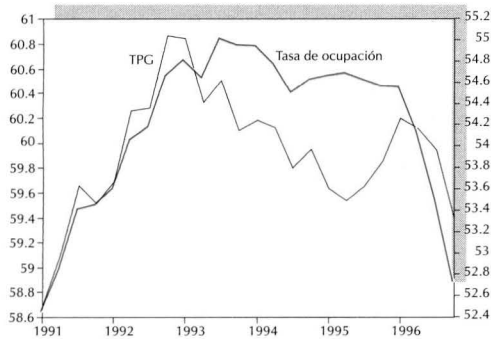


Gráfico 10B. EMPLEO EN LA INDUSTRIA Y EL COMERCIO (Tasa de crecimiento anual) (Enero 1990 - noviembre 1996)

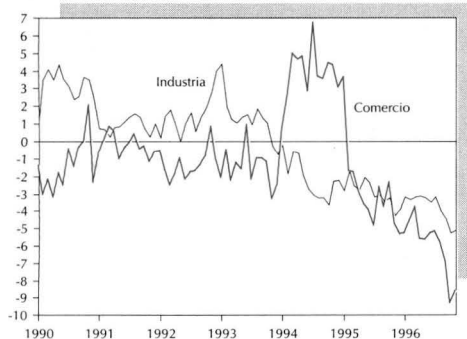
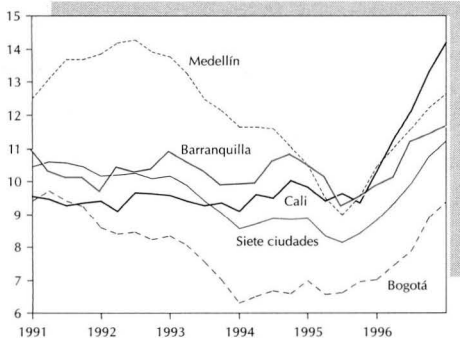


Gráfico 10C. TASAS DE DESEMPLEO EN LAS CUATRO PRINCIPALES CIUDADES (Primer trimestre 1991 - cuarto trimestre 1996)



Fuente: Encuesta Nacional de Hogares, Muestra mensual manufacturera, Encuesta del comercio al por menor del Dane y cálculos de Fedesarrollo.

- ◆ El nivel de desempleo en las siete principales áreas metropolitanas llegó en diciembre de 1996 a 11.5%, ligeramente inferior al nivel de 11.9% que se registró en septiembre de ese año. No obstante, al comparar estas tasas con las registradas en septiembre y diciembre de 1995, 8.7% y 9.5%, respectivamente, se aprecia el evidente deterioro del mercado laboral a lo largo de 1996.
- ◆ El número de personas desempleadas en diciembre de 1996 en las siete principales áreas metropolitanas era de 720,385, dentro de un mercado laboral de 6,248,395.
- ◆ Entre septiembre y diciembre de 1996, la tasa de ocupación (E/PET), que mide el empleo total sobre las personas en edad de trabajar aumentó 0.9 puntos al pasar de 52.0 a 52.9%. La participación laboral (PEA/PET) pasó de 59.1% en septiembre de 1996 a 59.8% en diciembre del mismo año.
- ◆ La recuperación que se registró en el mercado laboral en los últimos meses del año se debió a razones puramente estacionales, relacionadas especialmente con el comercio, ya que en los otros dos sectores que son grandes generadores de empleo, industria y construcción, no hubo recuperación en el último trimestre del año.
- ◆ Bogotá, con una participación de 45% en el mercado laboral de las siete principales áreas metropolitanas registró el nivel de desempleo más bajo, 9.5%, mientras que Cali presentó la tasa de desempleo más alta, al llegar ésta a 14.3%. En Medellín, Bucaramanga y Manizales, la tasa de desempleo aumentó entre septiembre y diciembre de 1996, en tanto que en Bogotá, Cali, Barranquilla y Pasto se presentó una disminución de la misma.

III. Indicadores del sector externo

TASA DE CAMBIO

Cuadro 8. TASA DE CAMBIO DE MERCADO
(Pesos por dólar)

	Representativa del mercado			Devaluación anual			Devaluación año corrido		
	1995	1996	1997	1995	1996	1997	1995	1996	1997
Enero	846.63	1,011.63	1,024.22	3.73	19.44	1.29	2.10	2.33	3.65
Febrero	850.90	1,029.64	1,073.75	4.06	21.01	4.28	2.62	4.20	8.66
Marzo	865.83	1,044.98		5.62	20.69		4.42	5.75	
Abril	873.39	1,050.93		5.24	20.33		5.33	6.35	
Mayo	876.95	1,066.24		4.23	21.59		5.76	7.90	
Junio	874.86	1,071.96		5.29	22.53		5.51	8.48	
Julio	893.22	1,064.10		9.05	19.13		7.72	7.69	
Agosto	935.10	1,045.26		14.76	11.78		12.77	5.78	
Septiembre	964.17	1,041.32		16.16	8.00		16.28	5.38	
Octubre	984.96	1,015.41		17.35	3.09		18.79	2.76	
Noviembre	1,000.58	998.32		20.55	-0.23		20.67	1.03	
Diciembte	988.15	1,000.38		19.17	1.24		19.17	1.24	
Promedio	912.90	1,036.64	1,048.99	10.45	13.56	1.19	10.09	4.91	6.16

Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

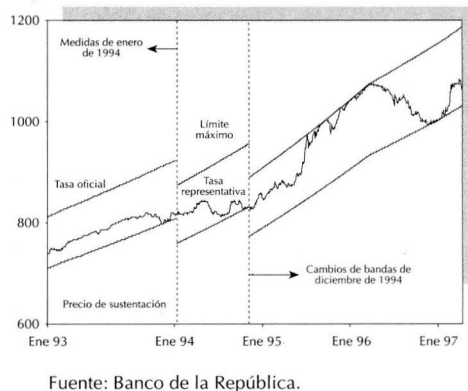
- ◆ En 1996, la devaluación nominal del tipo de cambio fue de 1.8% al pasar éste de \$987.65/US\$ a \$1,005.23 entre diciembre de 1995 y diciembre de 1996.
- ◆ De acuerdo con el índice de tasa de cambio real que calcula el Banco de la República (Dic. 86=100), con base en una canasta de monedas y el IPP en lugar del IPC, la revaluación real en 1996 fue de 10.5 puntos, al pasar el índice de 99.19 en diciembre de 1995 a 88.67 al finalizar en diciembre de 1996.
- ◆ En enero y febrero de 1997, el mercado cambiario presentó un comportamiento muy similar al de comienzos del año anterior cuando por motivos especulativos, la cotización subió rápidamente hacia el techo de la banda cambiaria. En efecto, sin ningún motivo que pueda ser explicado por factores de largo plazo, en estos dos meses de 1997, la devaluación nominal acumulada fue de 8.66%. No obstante en términos del índice de tasa de cambio real, la revaluación del dólar frente a la canasta de monedas, llevó a que la devaluación nominal del peso colombiano de 6.55% en enero se tradujera en una ganancia en términos de la tasa de cambio real de apenas 0.33 puntos, al pasar el índice de 88.67 en diciembre de 1996 a 89 en enero de 1997.
- ◆ Al comenzar marzo, sin embargo, parece haberse reducido la especulación en el mercado cambiario, con lo cual el diferencial entre la tasa de mercado y el piso de la banda se ha ido achicando. Este tipo de comportamiento es más acorde con los ingresos de capital que se esperan en el año, tanto por

**Gráfico 11A. TIPOS DE CAMBIO CRUZADOS
Enero 1990 - diciembre 1996**



Fuente: Metroeconomía Venezuela, FMI, Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

**Gráfico 11B. BANDAS DE TASA DE CAMBIO
DE MERCADO Enero 1993 - febrero 1997**

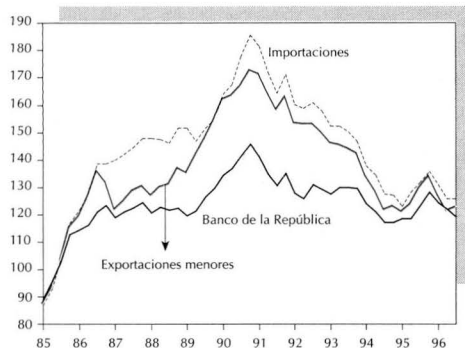


endeudamiento externo privado y público, así como por inversión extranjera y mayores ingresos provenientes de las exportaciones de café.

- ◆ En términos de la competitividad con Venezuela, segundo socio comercial en importancia de Colombia, ésta se ha venido recuperando lentamente, en la medida en la que la inflación en el vecino país (100% en 1996) ha erosionado el efecto de la devaluación de abril de 1996. En lo que va corrido de 1997, la mayor devaluación del peso colombiano frente a un tipo de cambio fijo en Venezuela ha contribuido aún más a mejorar la competitividad de los productos colombianos en el mercado venezolano.
- ◆ Por el contrario, con el Ecuador el mayor ritmo de devaluación del sucre frente a la revaluación del peso colombiano ha conducido al continuo deterioro de la competitividad de las exportaciones colombianas en el Ecuador.
- ◆ Con respecto a México, en 1996 se perdió casi toda la ganancia que se había logrado en términos de competitividad con ese país después de la gran devaluación del peso mexicano en diciembre de 1995.

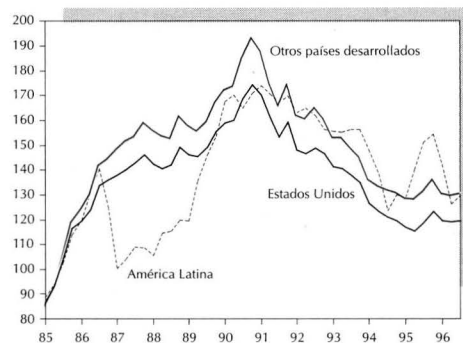
Gráfico 12. INDICE DE LAS TASAS DE CAMBIO REAL PONDERADAS
Marzo 1985 - septiembre 1996 (Base 1985 = 100)

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



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

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

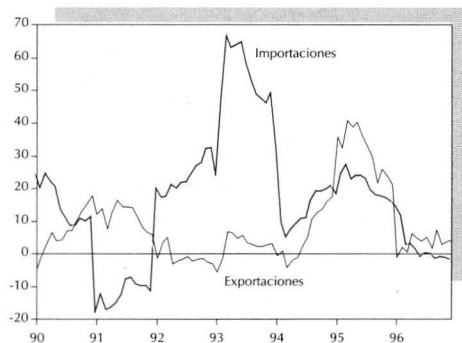


Fuente: Banco de la República, Fondo Monetario y cálculos de Fedesarrollo.

COMERCIO EXTERIOR

- ◆ En 1996, las exportaciones totales del país ascendieron a US\$10,759.3 millones, frente a US\$10,229.2 millones en este mismo período del año anterior, registrando un incremento de 5.2% en el valor exportado.
- ◆ En el año, el valor de las importaciones totales fue de US\$12,757.5 millones, inferior en 1.3% al valor importado en el mismo período de 1995, pero superior en 18.57% al valor total exportado, con lo cual el déficit comercial en 1996 llegó a US\$1,998.2 millones.

Gráfico 13. EXPORTACIONES E IMPORTACIONES TOTALES (Variaciones porcentuales acumuladas anuales) Enero 1991 - diciembre 1996



Fuente: Dane.

EXPORTACIONES

- ◆ Durante los once primeros meses de 1996, del valor total exportado, el 26.8% correspondió a exportaciones de petróleo, mientras que las de café participaron con un 14.9%. Las exportaciones menores, por su parte, representaron el 44.4% del total exportado en el período, perdiendo participación frente al año anterior.
- ◆ En términos de tasas de crecimiento, el mejor resultado provino de las exportaciones mineras que crecieron 17.5% en los once meses, impul-

sadas por un incremento de 30.7% en las exportaciones de petróleo y de 46.7% en las de carbón. Por el contrario, las exportaciones de café, así como las no tradicionales (sin esmeraldas) se redujeron en 12.9% y 0.8%, respectivamente, en estos meses frente al mismo período del año anterior.

- ◆ Entre enero y noviembre de 1996, el principal destino de las exportaciones menores colombianas fue el mercado de los Estados Unidos con una participación de 33%, seguido por el de Venezuela con el 16.9%. La Unión Europea participó con el 16.6%, superando las ventas al Grupo Andino (excluyendo Venezuela) que ascendieron al 15.9% del total.
- ◆ Aunque las exportaciones menores al mercado mexicano aumentaron en 31.5% en los once meses de 1996, el valor de las mismas de US\$81.8 millones apenas representa el 1.9% del valor total de las exportaciones no tradicionales.
- ◆ De acuerdo con la clasificación CIIU, en el período enero-noviembre de 1996, el principal rubro de exportación dentro de las menores fue el de productos agropecuarios con una participación de 22.3% del total, dentro del cual un 50% correspondió a exportaciones de flores, seguido por los productos químicos con el 12.1% y las confecciones con el 10.6%.
- ◆ Para estos tres grupos de productos, los principales mercados fueron los Estados Unidos y la Unión Europea para el caso de los productos agropecuarios, el Grupo Andino para el de los productos químicos, en tanto que las ventas de confecciones se concentraron en los tres mercados.

Cuadro 9. BALANZA COMERCIAL

	Año completo				
	Millones de dólares			Tasas de crecimiento	
	1994	1995	1996	95/94	96/95
Balanza comercial	-2,291.5	-2,691.9	-1,998.2		
Exportaciones de bienes	8,748.5	10,229.2	10,759.3	16.9	5.2
Café	1,990.5	1,866.7	1,697.5	-6.2	-9.1
Mineras	2,711.2	3,653.0	4,353.8	34.7	19.2
Petróleo y derivados	1,312.7	2,155.0	2,893.7	64.2	34.3
Carbón	552.8	594.6	854.1	7.6	43.6
Ferroníquel	118.8	185.0	168.1	55.7	-9.1
Oro	304.6	266.2	266.1	-12.6	0.0
Esmeraldas	422.3	452.2	171.8	7.1	-62.0
Menores	4,406.8	4,709.5	4,708.0	16.4	0.0
Importación de bienes	11,040.0	12,921.1	12,757.5	17.0	-1.3
Derivados del petróleo	315.1	372.0	412.4	18.1	10.9
Otras	10,724.9	12,549.1	12,345.1	17.0	-1.6

Fuente: Dane y Banco de la República.

Cuadro 10A. EXPORTACIONES MENORES POR REGIONES DE DESTINO
Enero - noviembre 1996 (Miles de dólares FOB corrientes)

Actividad	Estados Unidos	Aladi sin México	México	Chile	Grupo Andino sin Venezuela	Venezuela	Unión Europea	Resto de Europa	Japón	Resto del mundo	Total
Producción agropecuaria	510,468.1	4,175.6	67.0	96.9	4,834.1	27,679.1	351,524.4	13,104.7	2,779.9	37,446.0	952,176
Caza	42.9	0.0	40.0	0.0	0.0	0.0	1,271.3	0.0	35.1	7,951.5	9,341
Silvicultura	576.3	2.3	0.0	1.0	78.3	22.6	836.2	3.3	85.1	11.0	1,616
Extracción de madera	8.7	0.0	0.0	0.0	7.4	29.0	0.0	0.0	8.6	248.0	302
Pesca	2,896.5	1.5	11.6	0.0	0.0	413.0	1,062.8	63.7	359.4	59.5	4,868
Explotación de minas de carbón	0.0	266.4	0.0	0.0	21.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	288
Petróleo crudo y gas natural	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0
Minerales metálicos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	486.0	0.0	7,398.0	0.0	7,884
Otros minerales	54,219.9	8.1	0.0	26.1	556.8	889.1	7,555.5	6,961.9	81,448.4	16,272.1	167,938
Productos alimenticios excepto bebidas	131,500.3	2,133.9	12,387.3	1,040.1	55,358.8	94,148.2	87,549.3	637.2	12,730.8	54,803.5	452,289
Productos alimenticios diversos	14,228.5	942.8	1,751.9	432.9	12,870.7	2,333.3	45,766.0	8,381.2	32,109.1	7,063.0	125,879
Bebidas	2,256.7	1,629.5	57.6	39.5	1,095.7	1,827.1	274.8	0.6	45.2	15.2	7,242
Tabaco	3,579.8	599.9	0.0	0.0	15.2	2,575.5	1,891.8	75.9	0.0	116.8	8,855
Textiles	50,921.6	6,370.1	2,932.5	10,064.5	42,643.7	66,325.3	32,918.7	1,084.8	90.5	6,252.3	219,604
Prendas de vestir excepto calzado	261,194.6	7,604.5	2,603.7	11,583.7	21,002.9	9,362.7	26,915.8	81.0	1,591.2	6,542.1	401,863
Cuero y sus productos	34,619.5	165.1	1,459.9	415.9	3,569.2	9,362.7	17,011.0	578.9	976.0	7,735.0	75,893
Calzado excepto el de caucho vulcanizado	6,280.1	88.1	158.5	1,050.0	14,083.4	8,324.6	10,921.6	0.0	204.4	292.0	41,403
Madera y sus productos excepto muebles	4,721.4	22.9	4,516.7	10.1	1,693.6	2,863.0	2,934.2	0.3	8.8	212.8	16,984
Muebles y accesorios	2,459.8	668.6	0.0	81.3	498.5	2,905.3	842.8	0.4	0.0	581.2	8,038
Papel y sus productos	8,246.9	532.0	2,537.4	2,210.4	35,483.1	19,888.9	16.6	0.2	78.4	6,092.1	75,086
Imprentas, editoriales e industrias conexas	11,010.5	20,410.4	9,058.5	2,746.3	26,363.1	19,613.6	3,017.3	75.9	290.1	1,364.1	93,950
Sustancias químicas industriales	28,063.9	47,770.9	19,913.9	68,972.7	180,683.8	104,867.9	15,545.0	33,694.3	22.4	39,158.4	518,693
Otros productos químicos	18,177.3	8,284.6	8,196.4	15,822.7	72,275.8	63,354.1	7,037.2	201.5	0.0	1,506.5	194,856
Refinerías de petróleo	31,087.8	6,527.8	21.8	0.0	17,019.3	3,735.2	0.0	0.0	0.0	183.0	58,575
Productos derivados del petróleo y carbón	4.5	91.6	1,780.6	1,308.7	1,088.2	5,194.0	112.8	0.0	10.7	41.2	9,632
Productos de caucho	1,925.0	1,704.5	92.3	531.3	15,799.8	12,466.7	45.8	1.3	0.0	168.5	32,735
Productos plásticos	2,470.2	1,027.4	1,607.7	2,303.3	23,368.0	25,886.6	774.7	162.8	31.8	1,029.0	58,661
Objetos de barro, loza y porcelana	1,819.4	176.9	533.5	2,150.4	3,700.3	4,645.2	2,987.7	61.3	20.2	129.6	16,224
Vidrio y productos de vidrio	2,577.9	1,553.5	0.1	3,234.5	17,733.8	2,716.3	28.8	0.2	6.4	177.5	28,029
Otros productos minerales no metálicos	38,704.5	115.4	126.4	2,277.7	11,355.4	5,798.5	199.9	23.7	0.0	330.9	58,932
Industrias básicas de hierro o acero	10,173.4	21.1	278.3	590.3	8,702.7	12,563.2	1,318.9	0.0	26.5	7,515.6	41,190
Industrias básicas de metales no ferrosos	125,591.1	175.6	3.1	582.0	4,269.3	4,848.6	80,290.2	72.2	2.4	6,797.7	68,123
Prod. metálicos exc. maquinaria y equipo	15,507.7	1,024.6	5,148.9	4,832.1	19,559.9	14,470.6	759.5	19.7	2.4	6,797.7	68,123
Maquinaria excepto la eléctrica	5,403.3	2,414.3	1,177.1	1,766.0	16,860.2	18,761.8	2,003.3	261.9	179.6	4,128.3	52,956
Maquinaria y aparatos eléctricos	6,101.2	5,898.7	2,979.7	4,031.9	27,852.4	34,445.3	383.4	185.2	18.4	359.6	82,256
Equipo y material de transporte	3,155.8	1,855.3	263.5	674.8	14,849.4	76,430.4	215.6	4.0	17.9	242.8	97,709
Equipo profesional y científico	3,063.8	4,262.7	516.0	1,566.9	4,817.3	3,442.1	1,030.0	173.6	65.8	1,347.9	20,286
Otras industrias manufactureras	17,751.3	2,376.1	1,579.3	1,874.4	7,496.3	5,809.9	4,257.0	1,429.0	104.4	670.0	43,348
Total	1,410,809.9	130,902.7	81,801.1	142,318.8	647,608.2	721,381.1	709,785.8	67,340.8	140,782.5	225,357.0	4,278,087.9

^a Incluye esmeraldas

Nota: Las exportaciones menores excluyen café, petróleo, fuel oil, gas oil, carbón, ferróniquel.

Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo.

Cuadro 10B. CRECIMIENTO DE LAS EXPORTACIONES MENORES POR REGIONES DE DESTINO
Enero - noviembre 1996 vs. enero - noviembre 1995 (Tasas de crecimiento)

Actividad	Estados Unidos	Aladi sin México	México	Chile	Grupo Andino sin Venezuela	Venezuela	Unión Europea	Resto de Europa	Japón	Resto del mundo	Total
Producción agropecuaria	-1.3	7.2	1.9	-11.3	45.5	-50.5	10.2	1.4	33.6	106.8	2.1
Caza	-98.5	0.0	300.0	0.0	0.0	0.0	-68.4	0.0	-95.0	3.0	-39.2
Silvicultura	216.5	0.0	0.0	-90.8	-8.9	-80.3	718.1	0.0	0.0	328.7	213.2
Extracción de madera	32.9	0.0	0.0	0.0	954.8	-71.6	0.0	0.0	0.0	-65.9	-64.8
Pesca	-94.9	-99.1	-52.3	0.0	0.0	-70.7	-97.7	-9.6	-96.8	-99.8	-96.6
Explotación de minas de carbón	0.0	0.0	0.0	0.0	46.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1,694.8
Petróleo crudo y gas natural	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Minerales metálicos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	46.7	0.0	56.3
Otros minerales ^a	-59.7	-45.8	0.0	552.5	-64.7	-74.2	-86.1	-79.4	-2.5	-85.1	-60.1
Productos alimenticios excepto bebidas	133.0	-85.1	105.4	248.3	-9.6	20.9	35.4	-86.6	745.9	23.5	36.5
Productos alimenticios diversos	35.1	58.9	68.3	-56.4	8.9	-13.2	10.6	36.3	3.2	-7.2	10.5
Bebidas	-21.4	-52.5	-28.0	0.0	-41.7	-8.2	470.1	-95.2	83.5	-12.1	-30.1
Tabaco	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	87,922.7	0.0	0.0	0.0	0.0	302,527.6
Textiles	-1.6	-69.6	43.2	31.3	41.4	-13.2	-12.5	-23.7	851.3	50.9	-5.4
Prendas de vestir excepto calzado	-12.2	-15.5	29.6	8.6	35.4	-46.8	12.6	-75.4	2,560.6	64.4	-16.4
Cuero y sus productos	-38.1	17.0	75.7	89.7	-69.2	-73.7	-53.6	-55.6	-56.0	10.5	-49.9
Calzado excepto el de caucho vulcanizado	-13.9	2.2	0.0	190.1	168.6	-43.6	678.5	0.0	240.8	524.9	41.5
Madera y sus productos excepto mue	47.6	-76.5	30,853.0	-88.8	-53.7	-34.5	138.6	-94.2	0.0	3.5	32.0
Muebles y accesorios	-30.3	126.6	0.0	-15.9	-68.0	-43.3	298.1	-96.7	0.0	1,299.0	-26.1
Papel y sus productos	-30.3	-16.0	-22.3	30.8	-21.0	-33.5	-99.4	-99.2	7,836,000.0	365.0	-22.2
Imprentas, editoriales e industrias conexas	-34.3	-7.9	-39.5	7.1	-1.3	-11.0	-10.8	11.2	-19.5	-2.8	-14.9
Sustancias químicas industriales	57.7	30.4	53.0	-4.5	-4.2	-25.0	19.0	6,494.1	-92.7	35.3	5.9
Otros productos químicos	40.0	41.5	220.8	99.0	13.5	-9.4	41.6	-80.0	0.0	-10.5	14.2
Refinerías de petróleo	1,346.3	26.4	0.0	0.0	-52.0	70.2	0.0	0.0	0.0	-38.4	29.2
Productos derivados del petróleo y carbón	-89.6	0.0	28.8	47,802.2	406.9	51.4	402.7	0.0	0.0	0.0	89.0
Productos de caucho	125.6	-32.0	-20.2	-76.4	29.2	1.6	-73.8	0.0	0.0	20.8	7.2
Productos plásticos	-61.3	-79.8	-48.5	195.9	15.7	41.9	60.7	1,121.5	221.7	175.8	7.3
Objetos de barro, loza y porcelana	-27.5	2,340.8	4,409.3	47.6	20.4	-30.0	14.1	-55.9	60.1	12.4	-2.1
Vidrio y productos de vidrio	25.1	0.4	-96.6	65.8	5.8	-31.8	-60.1	-89.9	0.0	-59.4	4.5
Otros productos minerales no metálicos	16.4	-51.6	200.2	66.4	-14.3	36.8	156.1	79.8	0.0	658.1	12.2
Industrias básicas de hierro o acero	100.5	-87.6	636.6	196.3	36.3	1.5	-46.1	0.0	0.0	368.5	45.5
Industrias básicas de metales no ferrosos	78.1	-90.8	-98.7	435.9	-24.0	-26.7	-19.5	-95.8	-60.5	-39.0	11.9
Prod. metálicos. exc. maquinaria y equipo	50.2	-52.1	147.5	-1.1	-27.5	-36.9	-52.6	-97.0	-54.1	83.8	-9.5
Maquinaria excepto la eléctrica	-20.2	39.2	-27.0	111.1	-23.5	-30.0	-65.7	49.3	-19.1	254.5	-21.2
Maquinaria y aparatos eléctricos	-8.3	52.1	-45.7	40.8	79.9	27.9	57.1	214.6	10,039.8	42.7	33.0
Equipo y material de transporte	-42.4	122.5	-19.2	111.5	-38.1	80.7	98.9	0.0	-51.0	0.0	33.1
Equipo profesional y científico	-9.2	100.1	58.0	-17.1	9.4	-45.3	39.6	35.2	-8.4	105.5	1.4
Otras industrias manufactureras	-19.8	-16.4	11.1	-19.0	-24.7	-62.4	-21.4	295.0	-53.9	43.5	-28.5
Total con esmeraldas	-1.9	-11.8	31.3	12.8	-3.3	-17.1	-8.3	2.5	1.2	-21.1	-6.6
Total sin esmeraldas	4.1	-11.8	31.5	12.8	-3.2	-17.0	-2.4	89.3	6.7	18.8	-1.2

^a Incluye esmeraldas.

Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo.

Cuadro 11. INTENCIONES DE IMPORTACION SEGUN USO O DESTINO ECONOMICO Y CARACTER DEL IMPORTADOR (Millones de dólares FOB y tasas de crecimiento)

Enero 1997

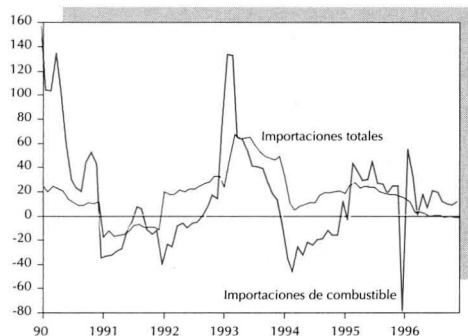
	Oficiales			Privadas			Totales		
	1996	1997	Var. %	1996	1997	Var. %	1996	1997	Var. %
Bienes de consumo	1.7	3.3	94.1	330.4	551.1	66.8	332.1	554.4	66.9
No duradero	0.7	0.1	-85.7	188.7	240.5	27.5	189.4	240.6	27.0
Duradero	1.0	3.2	220.0	141.7	310.6	119.2	142.7	313.8	119.9
Materias primas y productos intermedios	32.9	58.8	78.7	616.2	651.5	5.7	649.1	710.3	9.4
Combustibles	24.2	41.0	69.4	8.1	8.7	7.4	32.3	49.7	53.9
Para agricultura	0.0	0.0	-	55.1	80.4	45.9	55.1	80.4	45.9
Para industria	8.7	17.8	104.6	553	562.4	1.7	561.7	580.2	3.3
Bienes de capital	54.3	69.3	27.6	403.5	360.1	-10.8	457.9	429.4	-6.2
Materiales de construcción	3.9	3.1	-20.5	34.1	28.7	-15.8	38.1	31.8	-16.5
Para agricultura	0.0	0.0	-	6.3	4.1	-34.9	6.3	4.1	-34.9
Para industria	34.6	65.1	88.2	253.8	231.4	-8.8	288.4	296.5	2.8
Equipo de transporte	15.8	1.1	-93.0	109.3	95.9	-12.3	125.1	97	-22.5
Total importaciones	88.9	131.4	47.8	1350.1	1562.7	15.7	1439.1	1694.1	17.7

Fuente: Instituto Colombiano de Comercio Exterior, Incomex.

IMPORTACIONES

- ◆ Los registros de importación del Incomex que reflejan las intenciones de importar, mostraban un crecimiento de 17.7% en enero de 1997 frente a enero de 1996, distribuido entre un incremento de 47.8% de las importaciones públicas y un 15.7% de las privadas.

Gráfico 14. IMPORTACIONES TOTALES Y DE COMBUSTIBLES (Variación porcentual anual) Enero 1991 - diciembre 1996



Fuente: Dane, Dian.

- ◆ Los registros de importación de bienes de capital en enero de 1997 presentaron una reducción de 6.2%, manteniendo la tendencia decreciente del año anterior.
- ◆ Las cifras que reporta la Dian muestran una caída de 1.3% en el valor de las importaciones durante 1996. La reducción fue muy pronunciada en el caso de bienes de consumo que cayeron 25.3%. Las importaciones de materias primas crecieron apenas 2.2% en dólares corrientes, presentándose una reducción de 6.2% en las importaciones de combustibles y lubricantes.
- ◆ Las importaciones de bienes de capital registraron un crecimiento de 6.6% en 1996. Dentro de este grupo, las importaciones de equipo de transporte presentaron un aumento de 24.9%, mientras que las importaciones de maquinaria industrial cayeron 0.9%.

Cuadro 12. IMPORTACIONES REALIZADAS SEGUN CLASIFICACION CUODE
(Millones de dólares CIF y tasas de crecimiento)

Cuode	Enero-diciembre			Variación %	
	1994	1995	1996	95/94	96/95
Bienes de consumo	2,219,060	2,587,243	1,932,408	16.6	-25.3
No duraderos	938,514	1,236,185	1,375,994	31.7	11.3
Alimentos	368,000	470,084	503,099	27.7	7.0
Bebidas	20,579	45,485	59,937	121.0	31.8
Tabaco	5,304	9,457	18,135	78.3	91.8
Farmacéuticos y tocador	209,994	274,898	323,801	30.9	17.8
Confecciones	74,019	84,489	76,899	14.1	-9.0
Otros no duraderos	260,619	351,773	394,123	35.0	12.0
Duraderos	1,280,546	1,351,058	556,414	5.5	-58.8
Utensilios domésticos	40,385	52,252	50,576	29.4	-3.2
Objetos de adorno personal	65,744	84,871	116,764	29.1	37.6
Muebles para el hogar	60,519	87,774	97,136	45.0	10.7
Maquinaria y aparatos de uso doméstico	138,754	178,578	216,874	28.7	21.4
Vehículos de transporte particular	937,128	908,372	53,297	-3.1	-94.1
Armas y equipo militar	38,016	39,211	21,768	3.1	-44.5
Materias primas y productos intermedio	4,389,293	6,108,394	6,241,630	26.2	2.2
Combustibles y lubricantes	301,375	367,965	345,312	22.1	-6.2
Materias primas para la agricultura	423,362	481,107	711,393	13.6	47.9
Alimentos para animales	113,835	109,342	183,992	-3.9	68.3
Materias primas para la agricultura	309,526	371,766	527,401	20.1	41.9
Materias primas para la industria	4,114,556	5,259,322	5,184,926	27.8	-1.4
Productos alimenticios	345,154	445,473	560,670	29.1	25.9
Productos agropecuarios no alimenticios	760,187	932,018	849,206	22.6	-8.9
Productos mineros	1,248,152	1,605,417	1,574,771	28.6	-1.9
Productos químicos y farmacéuticos	1,761,064	2,276,414	2,200,279	29.3	-3.3
Bienes de capital	4,835,087	5,133,372	5,471,826	6.3	6.6
Materiales de construcción	184,729	192,544	199,610	4.2	3.7
Bienes de capital para la agricultura	82,686	73,157	73,990	-11.5	1.1
Máquinas y herramientas	27,855	30,542	28,055	9.6	-8.1
Otro equipo para la agricultura	27,650	10,320	19,577	-62.7	89.7
Material de transporte y tracción	27,180	32,295	26,359	18.8	-18.4
Bienes de capital para la industria	2,889,220	3,519,892	3,514,941	21.8	-0.1
Máquinas y aparatos de oficina	708,258	800,584	789,855	13.0	-1.3
Herramientas	66,369	73,332	70,056	10.5	-4.5
Partes y accesorios de maquinaria industrial	257,789	254,503	358,485	-1.3	40.9
Maquinaria industrial	1,210,390	1,478,163	1,464,309	22.1	-0.9
Otro equipo fijo	646,414	913,309	832,235	41.3	-8.9
Equipo de transporte	1,674,452	1,347,779	1,683,284	-19.5	24.9
Partes y accesorios de equipo de transporte	628,855	683,778	733,768	8.7	7.3
Equipo rodante de transporte	1,025,664	646,586	918,847	-37.0	42.1
Equipo fijo de transporte	19,933	17,415	30,669	-12.6	76.1
Diversos^a	5,844	10,981	10,877	87.9	-0.9
Total	11,895,284	13,839,989	13,656,740	16.3	-1.3

^a El incremento en diversos incluye importaciones de billetes de banco del Banco de la República por valor de US\$3,274,585 realizadas durante el mes de mayo de 1996.

Fuente: Cifras Dian y cálculos de Fedesarrollo.

BALANZA DE PAGOS

- ◆ Las cifras preliminares de balanza de pagos del Banco de la República estiman el déficit en cuenta corriente en US\$4,684.8 millones en 1996, equivalente a 5.6% del PIB. De acuerdo con estas cifras, aunque se presentó una mejoría en la balanza comercial al reducirse ésta de US\$2,698.7 millones a US\$1,998.2 millones, el déficit en la cuenta corriente se incrementó en US\$258 millones.
- ◆ Este mayor desequilibrio es por tanto resultado de un déficit en la cuenta de servicios muy superior al registrado en 1995. En efecto, debido tanto a la mayor remisión de utilidades por parte de las compañías petroleras que tuvo lugar en el año a raíz de las mayores exportaciones de petróleo como del servicio de la deuda externa, esta cuenta pasó de US\$2,406.7 millones en 1995 a US\$3,175.5 millones en 1996.

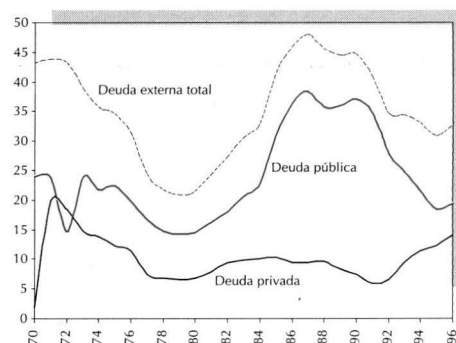
Cuadro 13. BALANZA DE PAGOS
(Millones de dólares)

	1996	1997		Tasas de crecimiento		
		DNP	Fedesarrollo	95/94	96/95	97/96
Cuenta Corriente	-4,684.8	-4,475.8	-4,553.9	-	-	-
Balanza comercial	-1,998.2	-1,330.0	-1,517.7	-	-	-
Exportaciones FOB	10,759.3	12,223.5	11,985.9	16.8	5.3	13.6
No tradicionales	4,708.0	4,932.4	5,270.8	16.3	0.0	4.8
Tradicionales	6,051.3	7,291.1	6,715.1	17.3	9.7	20.5
Hidrocarburos	2,893.7	3,187.2	3,240.4	66.5	32.4	10.1
Café	1,697.5	2,427.5	1,881.9	-8.0	-7.3	43.0
Carbón	854.1	1,005.4	981.2	7.5	43.7	17.7
Ferróniquel	168.1	222.0	222.0	55.7	-9.1	32.1
Oro	266.1	268.6	209.2	-12.6	0.0	0.9
Esmeraldas	171.8	180.4	180.4	7.1	-62.0	5.0
Importaciones FOB	12,757.5	13,553.5	13,503.6	17.0	-1.3	6.2
Bienes de consumo	1,896.2	2,052.4	2,077.6	15.5	-23.7	8.2
Bienes intermedios	5,784.3	6,083.9	6,118.8	29.2	2.2	5.2
Bienes de capital	5,077.0	5,417.2	5,307.2	5.9	6.3	6.7
Balanza de servicios	-3,175.5	-3,638.8	-3,533.1	-	-	-
Transferencias netas	488.9	493.0	496.9	-21.3	-28.0	0.8
Cuenta de capital	6,165.2	5,199.0	5,101.0	-	-	-
Capital de largo plazo	7,006.6	6,146.6	5,823.1	-	-	-
Inversión directa neta y de cartera	4,890.1	4,334.6	4,000.5	-	-	-
Edeudamiento externo neto	1,747.3	1,653.2	1,643.8	-	-	-
Capital de corto plazo	-841.4	-947.6	-722.1	-	-	-
Contrapartidas	-92.6	0.0	0.0	-	-	-
Errores y omisiones	89.5	0.0	0.0	-	-	-
Cambio de reservas brutas	1,477.2	723.2	547.1	-	-	-
Reservas internacionales brutas	9,940.3	10,663.6	10,356.6	4.4	17.4	7.3

Fuente: Banco de la República, proyecciones del DNP (10 de marzo de 1997) y proyecciones de Fedesarrollo (enero de 1997).

- ◆ En 1996, el déficit en cuenta corriente fue financiado mediante inversión directa neta por US\$3,255.2 millones y endeudamiento público y privado por US\$1,565 y US\$1,863.3, respectivamente. En el año se produjo una acumulación de reservas de US\$1,477.2 millones, terminando el año con un nivel de reservas netas de US\$9,940.3 millones, equivalentes 9.1 meses de importación.
- ◆ Durante 1996, el gobierno nacional pasó de una estrategia de financiación del déficit basada en el endeudamiento interno hacia una con base en el crédito externo. Igualmente, durante el año, la reducción de los encajes para endeudamiento externo privado, así como un menor costo relativo del crédito externo con respecto al interno, llevó a un aumento importante en la deuda externa privada. El resultado fue un incremento de la deuda externa total en 1996, de US\$24,432.9 millones a US\$27,870.9 millones con lo cual la deuda externa del país en términos de PIB pasó de 30.2% a 33.4%.

Gráfico 15. DEUDA EXTERNA COMO PORCENTAJE DEL PIB (1970-1996)



Fuente: Banco de la República.

- ◆ Las proyecciones de Fedesarrollo para 1997 estiman una mejoría en la cuenta corriente de la balanza de pagos, al reducirse el déficit de esta cuenta de US\$4,684.8 millones a US\$4,553.9 millones, equivalente a 4.4% del PIB.
- ◆ De acuerdo con las proyecciones de Fedesarrollo, el déficit en cuenta corriente en 1997 se financiará con recursos de inversión extranjera directa por US\$2,600 millones y con endeudamiento externo por US\$3,043 millones, de los cuales US\$1,400 corresponden a colocaciones de bonos del gobierno en los mercados externos, US\$1,100 millones de endeudamiento privado y US\$543 millones de crédito del sector público.

Se estima que en 1997 se acumularán reservas internacionales por US\$547 millones que es el nivel compatible con las metas macroeconómicas que se ha impuesto el Banco de la República.

Cuadro 14. INDICADORES GENERALES DE BALANZA DE PAGOS

	1995	1996	1997 Fedesarrollo
Devaluación real anual (%)	5.1	-9.4	-1.7
Deuda externa total (mill. US\$)	24,432.9	27,870.9	28,323.4
Deuda externa total/PIB (%)	30.2	33.4	27.4
Deuda externa neta (mill. US\$)	15,931.0	17,886.1	18,000.0
Deuda externa neta/PIB (%)	19.7	21.4	17.4
Déficit corriente/PIB (%)	5.4	5.6	4.4
Transferencias/PIB (%)	0.8	0.6	0.5
Reservas en meses de importación	7.7	9.1	9.2
Importaciones/PIB (%)	16.0	15.3	13.0
Nota			
PIB en pesos (miles mill)	73,810.7	86,562.3	113,630.9
Tasa de cambio promedio (\$/US\$)	912.9	1,036.7	1,097.6
PIB en dólares (mill. US\$)	80,853.9	83,497.9	103,530.4

Fuente: Banco de la República y cálculos y proyecciones de Fedesarrollo.

IV. Indicadores de la situación fiscal

Cuadro 15. OPERACIONES EFECTIVAS DEL GOBIERNO CENTRAL
(Miles de millones de pesos corrientes)

	Enero - diciembre			Variación %	
	1994	1995	1996	95/94	96/95
Ingresos Totales^a	7,725	9,520	12,003	23.2	26.1
Ingresos tributarios netos	6,744	8,181	10,206	21.3	24.8
Ingresos no tributarios ^a	981	1,340	1,797	36.5	34.1
Pagos Corrientes	7,562	9,544	13,171	26.2	38.0
Servicios personales	1,626	2,072	2,551	27.4	23.1
Gastos generales ^b	605	717	883	18.5	23.1
Transferencias	4,146	5,704	7,859	37.6	37.8
Otros gastos	0	14	0	-	-100.0
Intereses	780	1,036	1,879	32.8	81.3
Internos ^c	405	653	1,412	61.2	1216.3
Externos	375	383	467	2.2	21.7
Ahorro Corriente	163	-23	-599	-114.4	2,459.0
Inversión	1,339	1,746	2,441	30.4	39.8
Gastos totales	8,499	11,290	15,612	32.8	38.3
Préstamo neto	114	172	173	50.4	0.6
Superávit (+) o déficit (-)^a	-888	-1941	-3,781	118.6	94.8

^a Incluye Cuenta Especial de Cambios.

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

^c Incluye intereses TAN.

Fuente: Confis.

- ◆ El balance del gobierno central en 1996 muestra un déficit de \$3,571 miles de millones, equivalente a 3.94% del PIB. Entre las razones que argumenta el gobierno para explicar el mayor déficit en el año, superior al 2.9% estimado inicialmente, figuran la de un menor recaudo debido a la desaceleración económica. No obstante, mientras que los ingresos corrientes aumentaron 26.1% en 1996, los gastos corrientes lo hicieron en el 38% (16.4% en términos reales), lo cual condujo a que el desahorro al nivel central fuera aún mayor que el presentado en el año anterior.
- ◆ Al desglosar los gastos corrientes en sus diferentes componentes se observa un crecimiento de las transferencias -situado fiscal, municipios y seguridad social- de 37.8%, y lo que resulta más espectacular un crecimiento del pago de intereses de 81.3%; 116% los internos y 21.7% los externos.
- ◆ Lo más preocupante de la situación actual de las finanzas públicas del país es precisamente el que el ahorro corriente sea negativo, lo que lleva al gobierno a endeudarse para financiar sus gastos corrientes, en detrimento de la inversión.

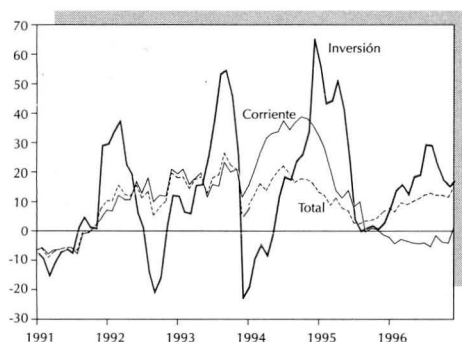
Cuadro 16. SUPERAVIT O DEFICIT DEL SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO
(Miles de millones de pesos y % del PIB)

	1996		1997 - proyección	
	Déficit/superávit real	% del PIB	Déficit/superávit real	% del PIB
Sector Eléctrico	154.0	0.2	218.0	0.2
Ecopetrol	-265.0	-0.3	-246.0	-0.2
Carbocol	14.0	0.0	-14.0	0.0
Telecom	61.0	0.1	27.0	0.0
Metro Medellín	-124.0	-0.1	-158.0	-0.1
Resto de entidades descentralizadas	-106.0	-0.1	-62.0	-0.1
Seguridad Social	2,055.0	2.3	1,734.0	1.6
Regional y Local	-166.0	-0.2	-182.0	-0.2
Entidades no incluidas	104.0	0.1	197.0	0.2
Fondo Nal. del Café	73.0	0.1	365.0	0.3
Gobierno Nacional	-3,571.0	-3.9	-4,382.0	-3.9
Total	-1,770.0	-2.0	-2,505.0	-2.2

Fuente: Confis.

- ◆ Hasta el momento, la situación no se ha vuelto crítica debido a que el gobierno central ha podido utilizar los excedentes de las entidades descentralizadas, en especial los del Seguro Social, para financiar parte del déficit. En efecto, en los últimos años, el ISS ha presentado superávits cercanos al 2% del PIB. Sin embargo, como esta es una situación que no se va a producir de manera permanente, el gobierno central tiene que ajustarse definitivamente, lo que implica que no puede continuar endeudándose para financiar gasto corriente.

Gráfico 16. GASTO PUBLICO (Variación % en doce meses) Enero 1991 - diciembre 1996



Fuente: Informe Financiero de la Contraloría General de la República. Datos a partir de 1994 según Confis.

- ◆ En 1996, el déficit fiscal consolidado fue de \$1,770 mil millones, equivalente a 1.95% del PIB. Al incluir las privatizaciones, el déficit se redujo a 1.05% del PIB.
- ◆ Para 1997, el gobierno está proyectando un déficit del gobierno central de 3.92% y un déficit consolidado, antes de privatizaciones de 2.24%. La financiación de dicho déficit se hará mediante crédito interno, esencialmente TES, y crédito externo por un monto no superior (de acuerdo con el compromiso del mismo gobierno) a US\$1,900 millones, con el fin de que se mantenga la consistencia macroeconómica.

V. Situación monetaria y financiera

Cuadro 17. OFERTA MONETARIA
(Tasas anuales de crecimiento)

	Diciembre			Enero	
	1994	1995	1996	1996	1997
Indicadores^a					
Base monetaria	27.5	11.2	10.6	9.6	6.8
Efectivo ^b	29.8	26.6	12.4	22.2	20.8
Reserva bancaria	26.0	0.9	9.1	2.7	-2.4
Liquidez secundaria	11.1	80.3	55.1	43.0	54.9
Medios de pago	25.3	19.7	18.8	13.6	13.9
Efectivo en poder del público	29.6	26.5	12.6	22.2	20.3
Cuentas corrientes	22.9	15.9	22.6	9.6	10.5
Cuasidineros ^c	44.1	28.8	24.1	30.9	28.3
Oferta monetaria ampliada (M2)	38.0	26.1	22.6	26.2	24.8
Coeficientes					
Multiplicador monetario	1.1	1.2	1.3	1.2	1.3
Efectivo/cuentas corrientes	0.5	0.8	0.7	0.6	0.5
Reserva/cuentas corrientes	0.8	0.9	0.8	0.9	0.7
Cuasidineros/M1	2.4	2.6	2.7	3.1	3.5

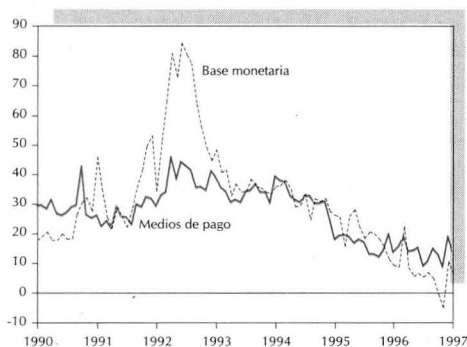
^a Tasas de crecimiento anual con base en el saldo del último día del mes.

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

^c Incluye depósitos de ahorro y a término en el sistema bancario y en las Corporaciones Financieras y depósitos totales en las CAVs. A partir de enero de 1992 se incluyen las captaciones de las Compañías de Financiamiento Comercial.

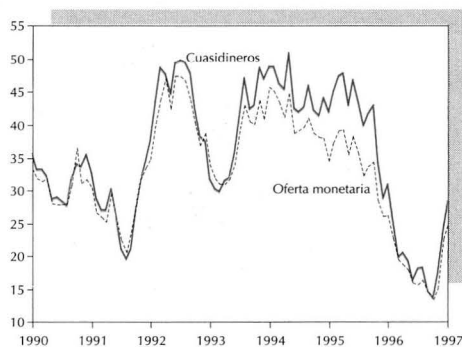
Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 17A. PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS (Tasas anuales de crecimiento)
Enero 1990 - enero 1997



Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 17B. PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS (Tasas anuales de crecimiento)
Enero 1990 - enero 1997



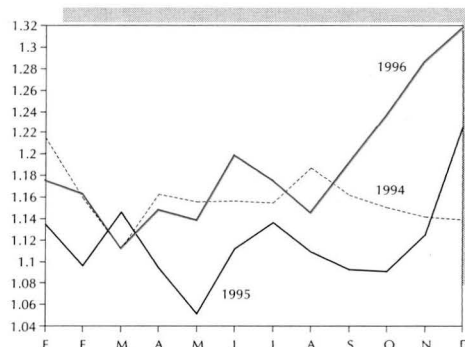
Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

INDICADORES MONETARIOS

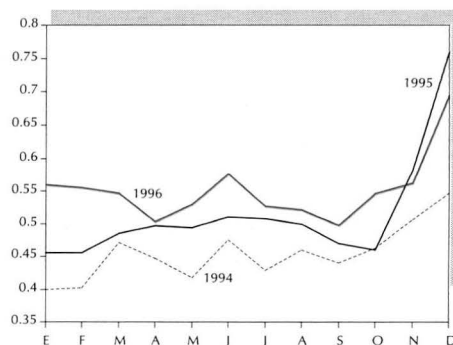
- ◆ Tanto en 1995 como 1996, los agregados monetarios y, en especial, M1 registraron tasas de crecimiento anual bajas, en algunos meses por debajo de sus respectivos corredores. Sin embargo, en los dos años, el crecimiento anual a final de año terminó siendo no sólo muy superior al del promedio del año, sino que terminó dentro de los corredores.
- ◆ En efecto, mientras que el crecimiento anual de M1 era al 29 de noviembre de 1996 de 10%, un mes más tarde, éste se elevó a 18.8% y lo mismo sucedió con M1 y M3. El crecimiento tan alto de los agregados monetarios en el mes de diciembre se explica por la monetización que se hizo de las divisas que entraron al país durante el mes.
- ◆ La base monetaria pasó de una contracción anual de 5.4% al finalizar noviembre de 1996 a un crecimiento de 10.6% al fin del año, como consecuencia de la acumulación de reservas que se produjo en diciembre, la cual superó los US\$1,500 millones.
- ◆ En noviembre de 1996, el Banco de la República fijó como objetivo intermedio para 1997 un crecimiento de la base monetaria de 16% más o menos tres puntos. Para que se cumpla esta meta, y además se pueda sostener la banda cambiaria actual es preciso que la acumulación de reservas en el año no exceda los US\$800 millones, ya que pondría a la autoridad monetaria a elegir entre sostener la banda cambiaria o permitir un crecimiento de la base superior a la de la meta.
- ◆ En enero de 1997, el crecimiento anual tanto de los principales agregados monetarios como de la base se redujo nuevamente, M1 a 13.9% y la base monetaria a 6.8%.

Gráfico 18. COEFICIENTES MONETARIOS
Enero 1994 - diciembre 1996

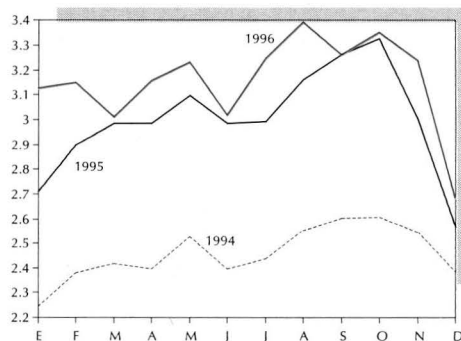
A. Multiplicador monetario



B. Relación efectivo/cuentas corrientes

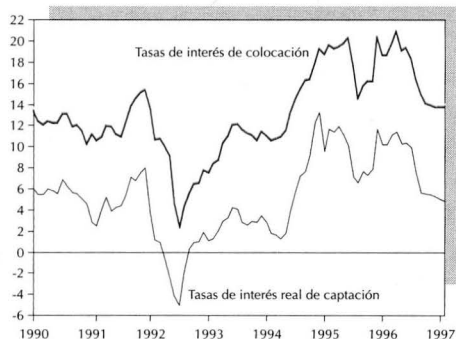


C. Relación cuasidineros/medios de pago



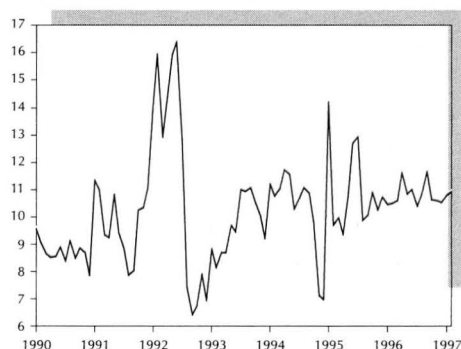
Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 19A. TASAS REALES DE INTERES DE CAPTACION Y COLOCACION
Enero 1990 - febrero 1997



Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 19B. MARGEN DE INTERMEDIACION
Enero 1990 - febrero 1997



Fuente: Banco de la República.

TASAS DE INTERES Y MARGEN DE INTERMEDIACION

- ◆ La tendencia hacia la baja de las tasas de interés que se inició a partir de agosto de 1996 se mantuvo durante el resto del año y se acentuó en los dos primeros meses de 1997. En efecto, la tasa de captación promedio del mes de enero fue de 26.71% y de 25.42% la de febrero, esta última inferior en 5.7 puntos a la tasa de interés promedio de 1996.
- ◆ El comportamiento de las tasas de interés de colocación fue muy similar a las de captación con una reducción de 5.6 puntos del nivel promedio de 1996 de 42.05% al nivel de promedio de 36.41% en febrero de 1997.

Cuadro 18. TASAS EFECTIVAS DE INTERES Y MARGENES DE INTERMEDIACION

Fin de	Captación	Colocación	Margen de intermediación
1990	38.43	46.38	7.96
1991	36.98	48.16	11.18
1992	27.42	34.46	7.04
1993	26.49	35.79	9.30
1994	37.90	44.99	7.09
1995	33.42	44.23	10.81
1996	31.15	42.05	10.90
1997			
Enero	26.71	37.62	10.90
Febrero	25.42	36.41	10.99

Fuente: Banco de la República, Informes mensuales.

- ◆ Varios son los factores que llevaron a la reducción de las tasas de interés en los últimos meses de 1996. En primer lugar, la mayor entrada de divisas que se registró a partir de julio de 1996 permitió darle al sistema una mayor liquidez, en segundo lugar, la menor demanda de crédito (la cartera del sector financiero creció 23.2% en 1996 frente a un crecimiento de 36.2% en el año anterior) ha hecho que el sector financiero tenga que salir a buscar clientes presionando las tasas de interés hacia la baja y, por último, la moderación de los encajes y las intervenciones en el mercado interbancario que facilitaron la reducción en las tasas de interés.

PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS

- ◆ En el período enero 1996-enero 1997, las OMAS registraron un crecimiento de 245.9%, llegando el saldo de las mismas a 2 billones, mientras que los TES crecieron 61.2% en este mismo período. El saldo de TES al 7 de febrero de 1997 ascendía a 6.7 billones, equivalente al 13.4% del total de activos financieros.
- ◆ Con la decisión adoptada por el Banco de la República el 7 del marzo de 1997, de reducir el rango de la tasa interbancaria de 23%-33% en el que estaba a 21.5%-28.5%, se busca romper la tendencia al alza en las tasas de interés registrada hacia finales de febrero.
- ◆ El Banco de la República permitirá el vencimiento de los recursos colocados en OMAS de noventa días sin ningún esfuerzo por evitar su monetización. Únicamente, captará recursos a una tasa de 21.5% con plazo de un día.

Cuadro 19. PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS
(Tasas anuales de crecimiento)

	Diciembre			Enero	
	94/93	95/94	96/95	96/95	97/96
Efectivo en poder del público	25.4	26.5	12.6	18.2	20.3
Sistema financiero^a	44.6	28.4	22.3	26.3	25.5
Depósitos en cuenta corriente ^a	19.8	15.9	22.6	9.6	10.5
Depósitos de ahorro	27.5	71.0	17.8	48.6	25.1
Certificados de depósito a término	61.0	14.9	21.9	16.4	22.7
Bancos	55.8	11.6	23.1	14.5	25.7
Corporaciones financieras	78.1	24.6	18.8	22.2	14.4
Depósitos CAV	43.4	38.0	29.0	36.7	27.7
Captación cías. de financ. comercial	65.0	19.8	-5.5	19.0	51.7
Sector público	123.6	-9.3	-	-8.8	-16.2
Títulos de ahorro nacional ^b	-	-	-	-	-
Certificados eléctricos valorizables y TER	131.0	-9.3	-	-42.1	-82.4
Banco de la República	-54.0	-79.4	218.4	-56.0	241.4
Certificados de cambio	-93.6	-98.3	-	-66.7	-
Operaciones de mercado abierto	-27.5	-78.3	219.9	-57.8	245.9
Títulos de participación	-27.5	-78.3	219.9	-57.8	245.9
Títulos canjeables ^c	-	-	-	-	-
Títulos de fomento	-	-	-	-	-
Otras operaciones con títulos	141.2	-52.9	206.3	61.9	173.5

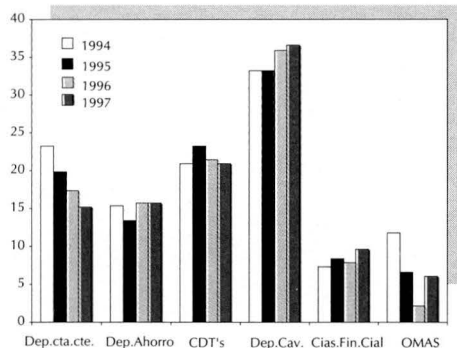
^a Incluye depósitos en cuenta corriente en el sistema bancario únicamente.

^b Valorados al costo de adquisición.

^c Res.66/86 y Res.72/88 de la Junta Monetaria. Inversiones canjeables Res 52/91.

Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 20. PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS a enero (Distribución porcentual)

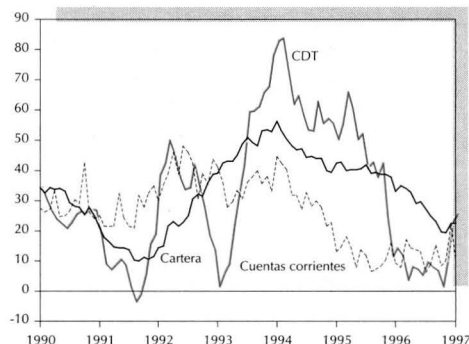


Fuente: Banco de la república y cálculos de Fedesarrollo.

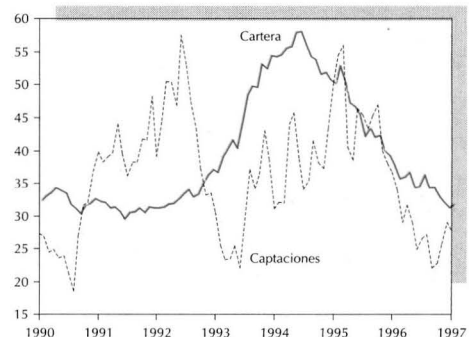
- ◆ La decisión del Banco garantiza que hacia adelante el sistema financiero se mantendrá líquido, lo que a su vez significa que el gobierno podrá captar recursos mediante TES. No obstante, dada la competencia por recursos con el sector privado, el mayor endeudamiento del gobierno en el mercado interno podrá presionar un alza en las tasas de interés.
- ◆ En el sector bancario, el crecimiento anual de las cuentas corrientes en enero era de 10.5%, mientras que las cuentas de ahorro mostraban un crecimiento de 25.7%. El bajo crecimiento de las cuentas corrientes puede explicarse porque frente a las alternativas que existen hoy en el mercado, las cuentas corrientes no ofrecen mayores beneficios a los usuarios.
- ◆ Al finalizar enero de 1997, el crecimiento anual de los CDTs era de 22.7%, siendo mayor el crecimiento de este tipo de captación en los bancos (25.7%) que en las corporaciones financieras donde fue de 14.4%.
- ◆ En 1996, la cartera del sector financiero creció al 23.2% frente a un crecimiento de 36.2% en el año anterior.

Gráfico 21. EVOLUCION DE LAS CAPTACIONES Y CARTERA (Tasas anuales de crecimiento) Enero 1990 - enero 1997

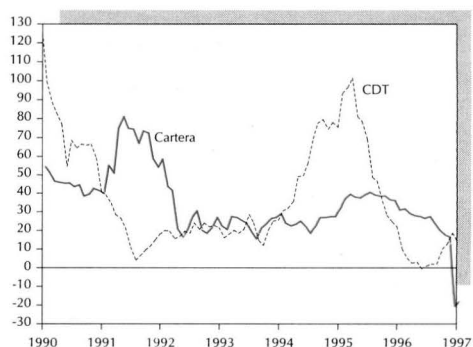
A. Bancos



B. Corporaciones de ahorro y vivienda



C. Corporaciones financieras



Fuente: Banco de la República.

VI. Indicadores de precios

INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR

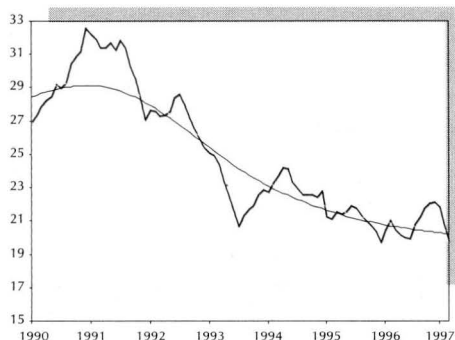
- ◆ A pesar del Pacto Social que consiste en un acuerdo tripartita entre el gobierno, las centrales obreras y los empresarios para reducir el crecimiento de los precios, la inflación en 1996 superó todas las proyecciones, inclusive las más pesimistas. El IPC aumentó 21.63%, 4.6 puntos por encima de la meta del 17% fijada por el Banco Central para el año.
- ◆ Los bienes que registraron las mayores alzas durante el año fueron la vivienda, los servicios públicos, los combustibles y la educación, lo cual resulta paradójico dado que sus precios están bajo el control del gobierno. Es decir que en 1996, el principal responsable del incumplimiento de la meta de inflación fue el propio gobierno, razón por la cual el Pacto Social ha perdido credibilidad como herramienta para acabar con la indexación de los precios de la economía. En efecto, a pesar de que en diciembre de 1996 se sentaron las bases para un nuevo Pacto Social en 1997, con una meta de inflación de 18% para el año, éste aún no ha sido firmado por parte de los empresarios.
- ◆ La inflación en enero y febrero 1997 fue de 1.7% y 3.1%, respectivamente, llegando el total de los dos primeros meses del año a 4.8%, la menor para este período de los años noventa. Con el resultado de enero y febrero de 1997, la inflación de los últimos doce meses se redujo a 19.6%, igualmente, la más baja para este período de los noventa.

Cuadro 19. INDICE DE PRECIOS A CONSUMIDOR
(Variaciones porcentuales)

	Mensual			Año corrido			Año completo		
	1995	1996	1997	1995	1996	1997	1995	1996	1997
Enero	1.8	2.5	1.7	1.8	2.5	1.7	21.0	20.2	20.6
Febrero	3.5	4.0	3.1	5.4	6.6	4.8	20.9	20.8	19.6
Marzo	2.6	2.1		8.2	8.9		21.3	20.2	
Abril	2.2	2.0		10.6	11.0		21.1	19.9	
Mayo	1.7	1.6		12.5	12.8		21.3	19.8	
Junio	1.2	1.1		13.8	14.0		21.7	19.7	
Julio	0.8	1.5		14.7	15.8		21.5	20.6	
Agosto	0.6	1.1		15.4	17.0		21.1	21.1	
Septiembre	0.8	1.2		16.4	18.4		20.8	21.6	
Octubre	0.9	1.2		17.4	19.8		20.5	21.9	
Noviembre	0.8	0.8		18.4	20.8		20.1	21.9	
Diciembre	0.9	0.7		19.5	21.6		19.5	21.6	

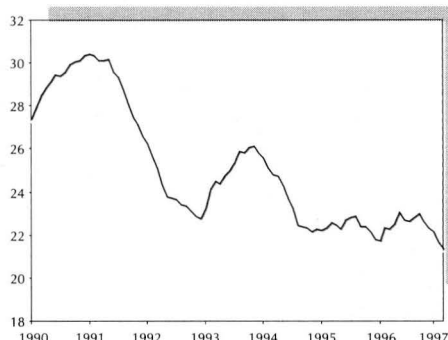
Fuente: Dane.

Gráfico 22A. INFLACION: COMPONENTE TENDENCIAL Y CICLICO (Ene-90 - feb-97)



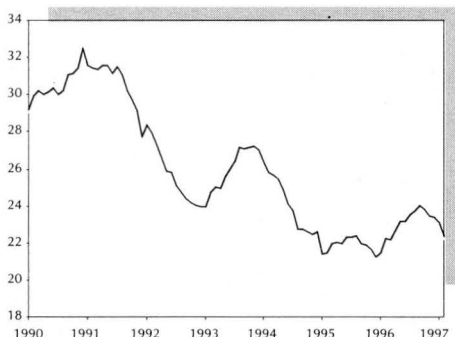
Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 22B. INFLACION BASICA (Ene-90 - feb-96)



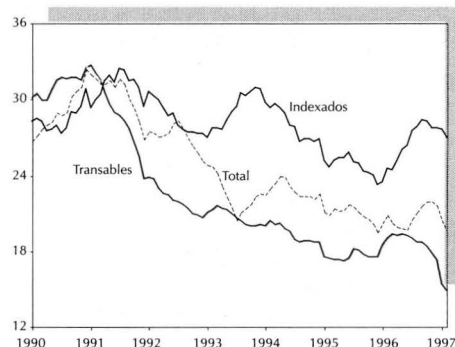
Inflación básica: inflación excluyendo alimentos, servicios de transporte y comunicaciones, combustibles y servicios, y gasolina para vehículo.
Fuente: Dane y cálculos de Fedesarrollo con base en metodología de DNP.

Gráfico 23A. INFLACION SIN ALIMENTOS (Enero 1990 - febrero 1997)



Fuente: Dane y clasificación de Fedesarrollo.

Gráfico 23B. INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR (Variación porcentual anual) Enero 1990 - febrero 1997



Fuente: Dane y clasificación de Fedesarrollo.

- ◆ La inflación sin alimentos en los dos meses fue de 5.7%, lo que indica que buena parte del resultado positivo de la inflación se debió al comportamiento favorable de los precios de los alimentos, que tuvieron un incremento de apenas 2.9%.
- ◆ Los precios de la vivienda crecieron 2.7% en los dos primeros meses del año, también el nivel más bajo de los últimos años.
- ◆ Antes del incremento de los aranceles, estaban dadas las condiciones para que en 1997 se alcanzara la meta de inflación de 18%. En efecto, los precios de los productos agrícolas se

encuentran en el ciclo descendente, y no existe ninguna razón para esperar en 1997 incrementos de precios en los servicios públicos como los observados en 1996. A raíz de los mayores aranceles, sin embargo, los precios de los importados se verán afectados, con lo cual el efecto favorable que ejercían los precios de los productos transables sobre la inflación se revertirá. Teniendo esto en cuenta, Fedesarrollo proyecta una inflación de 19.9% en 1997.

- ◆ No obstante, con las medidas adoptadas el pasado 7 de marzo por parte del Banco de la República conducentes a una ampliación importante de la liquidez, con el propósito de mantener bajas las tasas de interés, la inflación en 1997 podría terminar algunos puntos por arriba de este 19.9%.

INDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR

- ◆ En 1996, el índice de precios al productor aumentó 14.6%, inferior en 0.8 puntos al 15.4% registrado en 1995. Durante el año, la mayor contribución para la reducción del índice vino de los precios de los importados, los cuales crecieron 6.1% en el año.
- ◆ Entre febrero de 1996 y febrero de 1997, el índice de precios al productor creció 12.2%, el nivel más bajo de los años noventa. En este período, los precios de los importados aumentaron 5.9%, mientras que los de los producidos y consumidos lo hicieron en 13.1%.

Cuadro 21. INDICE DE PRECIOS AL PRODUCTOR^a
(Tasas anuales de crecimiento)

	Total	Procedencia de los bienes				Uso o destino económico de los bienes ^b			
		Producidos y consumidos	Importados	Exportados	Exportados sin café	Consumo intermedio ^c	Consumo final ^c	Formación de capital	Materiales de construcción
Diciembre									
1992	17.9	19.5	8.6	5.5	15.2	15.1	23.5	9.7	22.1
1993	13.2	13.7	10.0	9.7	2.7	10.9	15.5	12.9	22.1
1994	20.7	22.3	10.5	39.4	9.4	21.8	21.6	12.7	14.6
1995	15.4	14.8	19.8	4.3	23.8	15.6	15.8	14.2	14.7
1996	14.6	15.8	6.1	7.5	9.9	12.5	17.9	11.8	14.4
Febrero									
1992	21.7	24.0	9.2	-3.6	0.6	19.0	28.3	12.8	19.2
1993	17.3	18.4	10.8	11.9	17.7	14.6	22.4	11.4	20.0
1994	14.1	14.9	8.6	10.3	1.2	11.3	17.3	14.2	20.1
1995	18.4	19.4	11.7	39.7	16.2	20.2	17.7	11.8	14.0
1996	17.4	17.1	19.9	10.0	22.2	16.7	19.4	15.7	11.8
1997	12.2	13.1	5.9	10.5	7.6	10.2	14.7	11.1	15.7

^a A partir de enero de 1991, el índice de precios al productor reemplaza al índice de precios al por mayor del comercio en general.

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

^c Denominado en el IPM materias primas.

Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

**colección
estudios
CIEPLAN**

Número especial

43

**FLEXIBILIDAD LABORAL Y
MERCADO DEL TRABAJO EN CHILE**

**Flexibilidad del mercado del trabajo:
el impacto del ajuste y los requisitos
del crecimiento económico**

Normativa y política laboral en Chile

**Capacitación y características
educacionales de la fuerza de trabajo**

**Estrategias de flexibilidad laboral en
la empresa chilena: estudio de casos**

**Alejandra Mizala
Pilar Romaguera**

Pablo González

**Alejandra Mizala
Pilar Romaguera**

Cecilia Montero

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: Osvaldo Sunkel

Secretario de Redacción: Carlos Abad

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

Número 19

Enero-Junio 1991

SUMARIO

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

PERSPECTIVAS ECONOMICAS DE AMERICA LATINA EN LOS NOVENTA

- Luiz Carlos Bresser Pereira, La crisis de América Latina. ¿Consenso de Washington o crisis fiscal?
- Enrique V. Iglesias, La difícil inserción internacional de América Latina.
- Gert Rosenthal, América Latina y el Caribe. Bases de una agenda de desarrollo para los años noventa.
- José Antonio Ocampo, Perspectivas de la economía latinoamericana en la década de los noventa.
- Victor 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.
- Piero Gleijeses, Reflexiones sobre la victoria de los Estados Unidos en Centroamérica.
- Jorge Grandi, Las dimensiones del Mercado Unico Europeo y América Latina: Implicaciones y reflexiones sobre algunos interrogantes.

FIGURAS Y PENSAMIENTO: Homenaje a Aníbal Pinto

- Diez años después, Angel Serrano, Pedro Pablo 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 Loreda (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. CAFE

A. Antecedentes

A raíz del reciente aumento del precio del café en el mercado internacional, el tema cafetero se volvió a poner de moda. Por años, después del rompimiento del Pacto de Cuotas en 1989 y el desplome del precio internacional que siguió al mismo, varios analistas llegaron a cuestionarse si Colombia debería seguir estimulando su caficultura o, si por el contrario, debería disminuirla paulatinamente, concentrándose en el desarrollo de otros productos. Esta tesis cobró mayor fuerza a raíz de los descubrimientos petroleros de comienzos de la década y las expectativas de los ingresos que recibiría el país en los próximos años. Frente a un importante aumento de las exportaciones de petróleo, el sector cafetero perdería importancia relativa, especialmente como generador de divisas. No obstante, dadas las proyecciones más recientes acerca del futuro petrolero del país, que estiman que en el mejor de los casos, la bonanza petrolera se extendería

hasta el año 2003, bien vale la pena cuestionarse cuál debe ser el papel de la política cafetera hacia adelante, más aún cuando se está hablando de un sector que no sólo le genera divisas a la economía, sino que tiene grandes implicaciones sociales para el país.

La década de los noventa no ha sido buena para el café colombiano. En el análisis de la situación cafetera colombiana, además de la perspectiva de largo plazo, se tienen en cuenta dos hechos fundamentales recientes que explican en buena parte las condiciones actuales de este sector.

En primer lugar, con el rompimiento del Acuerdo de Cuotas en 1989 no sólo se acabó con un esquema que durante años le aseguró a los países productores unos ingresos por ventas de café relativamente altos, frente a los que hubieran sido en un mercado libre, sino que en esa nueva situación en la que ya no existían las cuotas, tanto los países productores como los consumidores tuvieron que ajustarse, con todos los problemas e imprevistos que surgen de cualquier

cambio en las reglas del juego. Colombia, en particular, optó por un esquema basado en mayores volúmenes de exportación que, por una parte, compensaban la caída de los precios y, por la otra, permitían aumentar la participación del país en el mercado mundial, lo que era considerado fundamental en la eventualidad de que el Pacto de Cuotas volviera a establecerse. En efecto, durante estos años Colombia aumentó su participación en el mercado internacional. Para los tostadores resultaba atractivo comprar café colombiano a precios que aunque superiores a los de los otros tipos de cafés eran muy inferiores a los de los años anteriores, lo que les permitía mejorar sus mezclas a un bajo costo. Adicionalmente, en los años que siguieron al rompimiento del Pacto, las condiciones existentes de bajas tasas de interés externas y bajos precios del café indujeron a los comercializadores internacionales a acumular inventarios, lo cual se constituyó en un factor más de demanda (Gráfico 1). Los inventarios en manos de los países productores se redujeron de 50.1 millones de sacos en el año 1989/90 a 27 millones en 1995/96, mientras que en los consumidores aumentaron de 7.1

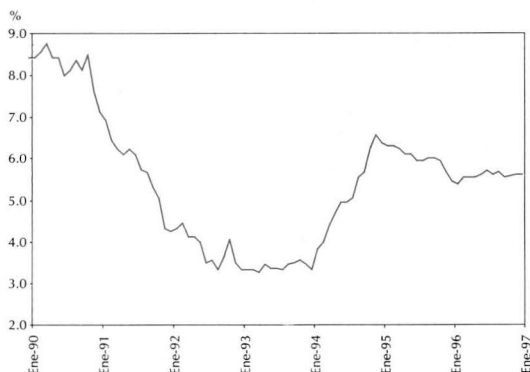
millones de sacos en julio de 1989 a 22 millones de sacos en octubre de 1993 (Cuadro 1).

En segundo lugar, la situación de bajos precios en el mercado internacional coincidió con la apertura económica en el país y la liberalización del mercado cambiario que dio lugar a un importante ingreso de capitales. Como resultado de la abundancia de divisas, se inició en 1992 un significativo proceso de revaluación del peso colombiano que afectó la competitividad de la producción colombiana, especialmente de aquella intensiva en mano de obra. Este proceso de revaluación se vio a su vez reforzado por los descubrimientos de petróleo y la perspectiva de una bonanza petrolera en el futuro cercano. En este sentido, en los años noventa, la economía cafetera estuvo caracterizada por una caída en el precio externo acompañada de una revaluación de la moneda, algo sin precedentes en nuestra historia reciente.

El café se vio doblemente afectado ya que en la medida que se reducía su precio en el mercado internacional, sus costos en el interior del país subían, y frente a las perspectivas del petróleo, su participación relativa en la economía colombiana y, especialmente, en las exportaciones se reducía. Bajo estas condiciones, el sector cafetero perdió importancia en la determinación de la tasa de cambio, convirtiéndose en uno más de los muchos sectores que toman el tipo de cambio del mercado como un precio dado.

En 1994, después de cinco años de precios internacionales bajos, se presentaron dos heladas en el Brasil en un período inferior a 15 días, en la noche del 25/26 de junio y en la del 9/10 de julio, dando lugar a un cambio en las condiciones del mercado internacional del café. Por primera

**Gráfico 1. TASA DE INTERES EXTERNA
(Libor 3 meses, equivalente anual)**



Fuente: FMI.

Cuadro 1. INVENTARIOS EN PAISES CONSUMIDORES 1989-1997
(Millones de sacos)

	Total	Arábigo	Robusta	Excedentes	Excedentes arábigo	Excedentes robusta
1989						
Enero	8.6	6.1	2.5	-0.7	-0.5	-0.2
Abril	6.5	4.6	1.9	-2.8	-2.0	-0.8
Julio	7.1	5.0	2.1	-2.2	-1.6	-0.6
Octubre	11.4	8.2	3.2	2.1	1.5	0.6
1990						
Enero	11.2	8.1	3.1	1.9	1.4	0.5
Abril	13.6	10.1	3.5	4.3	3.1	1.2
Julio	17.8	13.4	4.5	8.5	6.2	2.3
Octubre	20.8	15.7	5.1	11.5	8.4	3.1
1991						
Enero	19.3	14.5	4.8	10.0	7.3	2.7
Abril	18.4	13.8	4.6	9.1	6.7	2.4
Julio	19.7	14.8	4.9	10.4	7.6	2.8
Octubre	21.9	16.4	5.5	12.6	9.3	3.3
1992						
Enero	20.9	15.7	5.2	11.6	8.5	3.1
Abril	21.1	15.8	5.3	11.8	8.6	3.2
Julio	22.2	16.7	5.5	12.9	9.5	3.4
Octubre	23.3	17.5	5.8	14.0	10.3	3.7
1993						
Enero	22.2	16.6	5.6	12.9	9.5	3.4
Abril	22.3	16.7	5.6	11.9	9.3	2.6
Julio	21.3	16.2	5.5	12.4	9.1	3.3
Octubre	22.2	16.6	5.6	12.9	9.5	3.4
1994						
Enero	19.7	15.7	4.0	10.3	8.5	1.8
Abril	17.5	14.0	3.5	8.1	6.8	1.3
Julio	17.4	13.9	3.5	8.2	6.8	1.4
Octubre	17.7	14.5	3.2	8.5	7.4	1.1
1995						
Enero	14.9	12.3	2.6	7.9	7.0	0.9
Abril	13.2	10.8	2.4	6.2	5.5	0.7
Julio	11.9	9.6	2.3	4.9	4.3	0.6
Octubre	11.3	9.4	1.9	4.3	4.1	0.2
1996						
Enero	8.5	7.0	1.5	1.5	1.7	-0.2
Abril	8.6					
Julio	9.1					
Octubre	9.4					
1997						
Enero	8.6					
Febrero	7.9					

Fuente: Landell Mills Commodities Studies.

vez desde julio de 1989, el precio internacional del café verde se ubicó por encima de los costos de producción de los diferentes países, lo cual se convirtió en un estímulo para nuevas inversiones. El precio externo del café colombiano pasó de un valor promedio de US\$0.85/ lb en el período julio 89-mayo 94 a US\$2.32/lb en noviembre de 1994. Posteriormente, el precio externo volvió a caer, aunque nunca a los niveles tan bajos anteriores a las dos heladas.

En efecto, las heladas y el consecuente aumento de los precios externos del café verde sorprendieron al mercado. Esto, junto a los primeros estimativos acerca de los posibles daños sobre las cosechas brasileñas de ese año cafetero y del siguiente, que posteriormente resultaron ser exagerados, produjeron una situación de pánico en el mercado internacional, llevando a los tostadores a aprovisionarse a precios excesivamente altos.

En la medida en que se conoció la verdadera dimensión de los daños, y el mercado recobró la confianza acerca de los suministros futuros, el precio se redujo, dejando a los tostadores con unos inventarios costosos. A pesar de la resistencia por parte de los consumidores, los precios al por menor se elevaron. Ello dio origen a una disminución en el consumo, lo que hizo más lenta la desacumulación de inventarios en manos de los tostadores. Simultáneamente, para los comercializadores internacionales la combinación de unos precios de café verde más altos y el incremento de las tasas de interés externas, aumentó el riesgo de acumular inventarios. Por ello, se inició un proceso de liquidación de existencias por parte de tostadores y comercializadores, el cual junto con la adopción de una estrategia de compra basada en el justo a tiempo, condujo a una participación menos activa de los países consumidores en el mercado, y consecuentemente a una época de precios bajos,

aunque no tan bajos como los de principios de los noventa.

El inventario en manos de los consumidores pasó de 17.7 millones en octubre de 1994 a 11.3 millones un año más tarde y a 7.9 millones actualmente (Ver Cuadro 1). La falta de demanda y la disminución del inventario en manos de los consumidores, junto con el esquema de retención de la APPC, se tradujo en una acumulación de inventarios en los países productores, especialmente en Centroamérica, Colombia e Indonesia.

En síntesis, la situación del mercado internacional del café antes de que se produjeran las alzas de precios de enero de 1997 podría caracterizarse por una producción mundial de café verde en ascenso como consecuencia de las mejores cotizaciones desde julio de 1994 y los pronósticos de que la producción del Brasil volvería a sus niveles habituales; un consumo mundial también creciente, producto de la recuperación de las economías de los países consumidores, y de unos menores precios a nivel del consumidor; y, un nivel de inventarios relativamente bajo en manos de los países industrializados, resultado de la estrategia de justo a tiempo adoptada por la industria a partir de 1994, y el retiro de los comercializadores del manejo de inventarios dado el mayor nivel de riesgo involucrado en esta actividad, también desde 1994. Así, era de esperar que el año cafetero 1996/97 no traería ninguna sorpresa, diferente a la tradicional de una eventual helada en Brasil.

B. Grandes Tendencias del Mercado Internacional

1. Precio

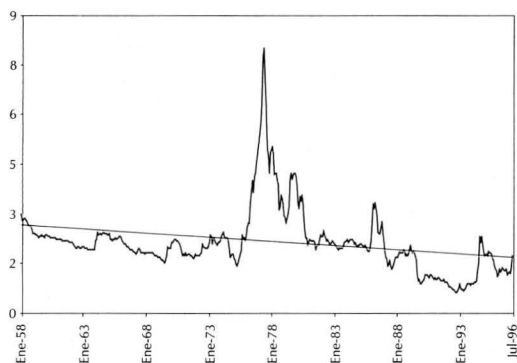
A lo largo de los años, las fluctuaciones de la oferta mundial de café han sido siempre el factor determinante de las variaciones de los precios.

Más concretamente, las variaciones en la producción brasileña se han reflejado plenamente sobre las cotizaciones. La combinación de estos factores ha dado lugar a un mercado internacional del café cíclico, en el cual sistemáticamente los períodos de precios altos se traducen en mayores niveles de producción y, eventualmente, en menores cotizaciones del café en los mercados externos, hasta que la producción se reduce de nuevo, suben los precios y se inicia un nuevo ciclo.

Pese a esta característica del precio internacional del café, su tendencia de largo plazo es, sin embargo, hacia la baja, tal como puede apreciarse en el Gráfico 2, donde se muestra la evolución mensual del precio externo del café colombiano desde enero de 1958 hasta febrero de 1997. El precio externo del café (en dólares constantes de 1994) pasó de US\$3.00/lb al inicio de este período a US\$1.74/lb.

Únicamente, en tres oportunidades este precio ha estado por encima de su tendencia, todas ellas coincidentes con factores climatológicos

Gráfico 2. PRECIO EXTERNO REAL DEL CAFÉ COLOMBIANO 1958-1997 (Dólares de 1994)



Fuente: Federación Nacional de Cafeteros.

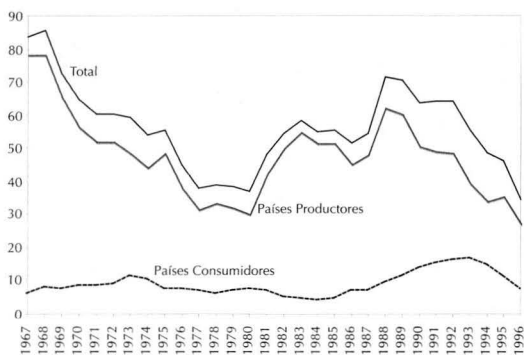
en el Brasil. No obstante, los efectos sobre los precios fueron muy diferentes en cada ocasión inclusive decrecientes en magnitud y duración, debido a que la participación del Brasil en la producción mundial se redujo de 40% en 1975 a 24-26% actualmente. Adicionalmente, Brasil trasladó sus cultivos de café a zonas que aunque menos productivas, representaban menores riesgos de heladas.

A comienzos de 1997 se produjo un drástico cambio en las perspectivas de mercado. Esta situación tomó por sorpresa a muchos tostadores, que esperaban una reducción adicional de los precios para abastecerse. La expectativa de una producción mundial de café en 1996/97, inferior a la estimada inicialmente (especialmente en el grupo de los cafés arábigos lavados) coincidió con una coyuntura de bajos inventarios en manos de los países consumidores, los cuales se encuentran en su menor nivel histórico (ver Gráfico 3). Como resultado se produjo un aumento de precios en el mercado internacional de los cafés arábigos lavados, especialmente para entrega inmediata, lo cual se ha reflejado en un precio spot muy superior a los precios a futuros.

2. Producción

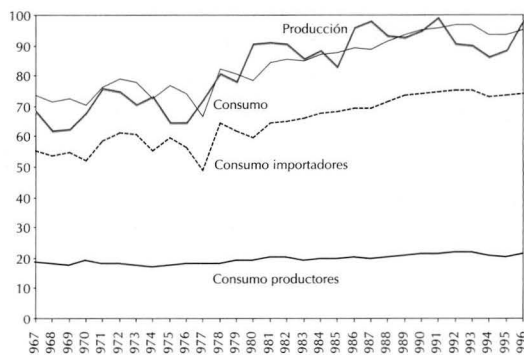
El Gráfico 4 muestra con claridad los ciclos de la producción mundial de café. Allí se aprecia una tendencia hacia el incremento de producción mundial en 1970, 1976, 1986 y 1995, en todos los años como resultado del incremento en las cotizaciones externas del café que siguieron a heladas o sequías en el Brasil (Cuadro 2). A pesar de que las cotizaciones externas del café verde se redujeron hacia finales de 1994, el hecho de que éstas se hubieran mantenido en niveles muy superiores a los registrados antes de

Gráfico 3. INVENTARIOS DE CAFE VERDE
(Millones de sacos de 60 kgs.)



Fuente: Federación Nacional de Cafeteros.

Gráfico 4. PRODUCCION Y CONSUMO DE CAFE
(Millones de sacos de 60 kgs.)



Fuente: Federación Nacional de Cafeteros.

Cuadro 2. HELADAS EN EL BRASIL

Año	Fecha	Severidad
1902	Fin julio/comienzo agosto	Muy grave
1918	junio 24/26	Grave
1942	Fin junio/comienzo julio	Grave
1943	No hay fechas disponibles	Moderada
1953	Julio 4/5	Grave
1955	Julio 30/agosto 1	Grave
1957	No hay fechas disponibles	Grave
1962	Julio 25/26	Ligera
1963	Agosto 5/6	Moderada
1965	No hay fechas disponibles	Ligera
1966	Agosto	Grave
1969	Julio 9/10	Moderada
1972	Julio 8/9	Moderada
1975	Julio 17/18	Muy grave
1978	Agosto 16	Moderada
1979	Junio 1	Moderada
1981	Julio 20/22	Grave
1985	No hay fechas disponibles	Muy ligera
1988	No hay fechas disponibles	Ligera
1994	Junio 25/26 y julio 9/10	Grave y muy grave

Fuente: Commodity Bulletins, Landell Mills Commodities Studies

las heladas en el Brasil en 1994, llevó al inicio de un nuevo ciclo de aumento en la producción, hecho que resulta fundamental en la conclusión con respecto a si la situación reciente de precios altos es atribuible a factores coyunturales como una escasez temporal de café spot o a razones mas de tipo estructural, como un deterioro de la caficultura a nivel mundial.

Tal como se aprecia en el Gráfico 4, la producción mundial de café se redujo de 94.6 millones de sacos en el año cafetero 1989/90 a 89.6 millones en el 1992/93, que fue el año anterior a la helada. En 1993/94, la producción cayó a 85.6 millones de sacos, recuperándose ligeramente en 1994/95 a 88.2 millones de sacos y a 98 millones en 1995/96. Para el año cafetero 1996/97 se estima una producción de 96 millones de sacos, la cual podrá ser mayor o menor dependiendo de la cosecha del Brasil sobre la cual existe gran incertidumbre. En realidad, como se puede ver en el Cuadro 3, los pronósticos de la producción brasileña de café en el año cafetero 1996/97 oscilan entre 17.8 millones y 27.5 millones de sacos.

Cuadro 3. PROYECCIONES MUNDIALES DE PRODUCCION Y CONSUMO DE CAFE 1996/1997
(Miles de sacos)

	LANDELL MILLS	USDA (dic. 13/96)	F.O.LICHT	FEDERACAFE (dic./96/)	(feb. 17/97)	APPC (nov. 9/96)	APPC (ene. 23/97)	APC-MG*
Producción								
Total	94,729	100,923	97,700	98,900		98,990	97,260	
Total Arábiga	71,562		65,500					
Brasil	25,750	26,580		27,500			27,000	17,800
Colombia	13,000	13,530		12,500	11,000	12,300-12,800	11,500	
Total Robusta	23,167		32,200					
Consumo								
Total	93,135			24,200		99,860	100,820	
Países Consumidores	72,216					75,000	75,900	
Países Productores	20,919			24,200		24,860	24,920	

* Asociación de Productores de Café en Cerrado, Minas Gerais, Brasil.

Fuente: Oficina de Asesores del Gobierno en Asuntos Cafeteros.

En el Cuadro 4 se muestra la composición de la producción mundial por tipos de cafés -arábigos (lavados y sin lavar) y robustas-. Los valores de producción en este cuadro difieren de los presentados en el Gráfico 4, por corresponder éstos a años civiles y no cafeteros. Hay un punto bien interesante en este Cuadro que tiene que ver con la evolución de la producción de café colombiano en el contexto mundial. Por una parte, en el grupo de los arábigos, mientras que las producciones se mantienen relativamente constantes en los países centroamericanos a lo largo de la década de los noventa, en Kenya, México y los otros productores la producción crece, especialmente en los dos últimos años. Dentro de este grupo, únicamente las producciones de Colombia y Brasil se reducen, siendo especialmente preocupante la caída de la producción colombiana, ya que la del Brasil tiene su explicación en las heladas de 1994. El resultado, por lo tanto, es una pérdida de participación de Colombia en el grupo de países productores de café arábigo que pasa de 19.9% en 1991 a 15.4% en 1996, y en el total de producción mundial, al reducirse de 15.6% en 1991 a 11.6% en 1996.

Frente a este resultado vale la pena indagar porqué precisamente el único país que mantiene un precio de sustentación, es precisamente el que presenta reducciones importantes en su producción.

En efecto, a pesar de los esfuerzos de las autoridades cafeteras colombianas por mantener el ingreso real de los cafeteros, la fuerte revaluación del peso colombiano a partir de 1992, llevó a que esta política fuera insostenible. Tal como se muestra en el Gráfico 5, desde mediados de 1991 el precio interno real empezó a caer hasta ubicarse en 1993 en el nivel más bajo desde 1970. Dado el impacto del precio interno sobre la producción, no es de extrañar que una reducción del precio real como la que se presentó en Colombia se haya traducido en niveles de producción bajos.

3. Consumo

El consumo mundial de café ha venido creciendo lenta pero constantemente a través de los años.

Cuadro 4. COMPOSICION DE LA PRODUCCION MUNDIAL - AÑO CIVIL
(Millones de sacos)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Arábigos	76.31	72.38	71.50	70.79	62.36	71.91
Brasil	29.44	22.34	27.17	27.87	16.77	25.64
Colombia	15.20	17.30	14.03	11.96	12.86	11.10
Costa Rica	2.55	2.56	2.57	2.46	2.48	2.52
El Salvador	2.53	2.51	2.65	2.24	2.34	2.30
Guatemala	3.36	3.56	3.45	3.25	3.43	3.54
Kenya	1.38	1.60	1.20	1.26	1.54	1.61
México	4.64	4.55	4.03	4.09	4.62	5.20
Otros	17.21	17.95	16.82	17.67	18.32	20.00
Robustas	20.88	22.40	20.66	20.74	21.44	23.78
Africa	10.45	11.09	9.36	9.36	9.77	10.57
OAMCAF	5.82	7.39	5.10	5.10	5.16	5.41
Uganda	2.64	2.09	2.91	2.91	3.07	3.64
Asia	10.41	11.29	11.29	11.37	11.66	13.19
Indonesia	7.13	7.20	6.24	6.32	6.11	7.17
Producción Total	97.19	94.80	91.12	91.53	83.80	95.70
Arábigos	70.22	66.60	63.85	64.08	56.89	64.90
Lavados	43.56	45.90	37.32	37.53	39.14	39.70
No lavados	26.65	20.70	26.52	26.55	17.75	25.28
Robustas	26.27	28.20	27.27	27.46	26.90	30.76
Colombia						
Part. arábigos	19.9	23.9	19.5	16.9	20.6	15.4
Part. Total	15.6	18.3	15.4	13.1	15.3	11.6

Los grupos arábigos y robustas corresponden a la clasificación de la OIC.

Fuente: Commodity Bulletins, Landell Mills Commodities Studies.

En términos puntuales, el consumo pasó de 72.4 millones de sacos en el año cafetero 1970/71 a 95.2 millones en 1995/96. En este último año, el consumo en los países importadores fue de 74.2 millones, mientras que en los consumidores alcanzó la cifra de 21 millones.

La demanda de café es elástica al precio de la materia prima -café verde-, en el sentido que responde rápidamente a variaciones en las cotizaciones externas de la misma. Sin embargo, la respuesta del consumo ante cambios en los precios finales al consumidor es relativamente

asimétrica. Mientras que un incremento en el precio final al consumidor reduce de manera importante el consumo, una disminución en este precio no es seguida por un aumento rápido en el consumo. Por ejemplo, la helada del Brasil del año 1976 llevó la cotización externa a US\$8.00/lb (en dólares de 1994), y por lo tanto, a un aumento de más del 250% en los precios al consumidor. Tal como se puede apreciar en el Gráfico 4, el consumo mundial de café se resintió fuertemente en los dos años siguientes. Una situación similar, aunque no de la misma magnitud se presentó en 1994 a raíz de la dos

heladas que tuvieron lugar en ese año. En esta oportunidad los incrementos en los precios al consumidor en un 50% aproximadamente (Cuadro 5), afectaron de manera inmediata el consumo, el cual se redujo 3.1 millones de sacos en el año siguiente. El consumo disminuyó inclusive en los mercados tradicionales y de altos ingresos per cápita como los de Estados Unidos, Europa Occidental y Japón. En el año cafetero 1995/96 el consumo se recuperó, volviendo en algunos mercados a su nivel habitual gracias a que el invierno en el hemisferio norte fue excesivamente largo y frío en ese año.

Antes de que aumentaran las cotizaciones externas del café en 1997, se estimaba que en el año cafetero 1996/97, el consumo mundial de café mantendría la tendencia hacia la recuperación iniciada en 1995/96, alcanzando en el año un nivel de 96 millones de sacos -75 millones en los países importadores y 21 millones en los productores-. Este pronóstico se fundamentaba en que 1996/97 sería un año de bajos precios, y

en la recuperación económica esperada en muchos países consumidores de café, mediante la cual se estimularía el consumo.

Es posible que frente a la perspectiva de precios internacionales del café verde más altos en 1996/97 con respecto al año anterior y el traslado de los mismos al consumidor, como en efecto ya se está dando, la recuperación esperada en el consumo no se presente. Este es un punto de gran importancia en este momento en el cual como se observa en el Gráfico 4, la producción mundial estimada para este año cafetero es exactamente igual al consumo mundial estimado, ya que con un nivel de consumo algo inferior se disminuiría la presión sobre el mercado.

Otro punto adicional con respecto al consumo que vale la pena mencionar es el de que en un mercado de altos precios como es el del café actualmente, el primer sacrificado es el consumo interno en los países productores, ya que ante cotizaciones externa altas, los exportadores

Cuadro 5. PRECIOS AL CONSUMIDOR
(Dólares por libra)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
U.S.	2.96	2.81	2.58	2.47	3.40	4.02	3.41
Alemania	4.56	4.24	4.49	4.13	4.64	5.77	4.91
Francia	2.94	2.62	2.69	2.43	3.00	4.46	
Italia	5.30	5.04	5.18	3.85	3.94	5.68	
	1994			1995			
	Ene.-mar.	Abr.-jun.	Jul.-sep.	Oct.-dic.	Ene.-mar.		
U.S.	2.52	2.55	4.09	4.44	4.25		
Alemania	4.02	4.22	4.87	5.44	5.59		
Francia	2.38	2.52	3.13	3.97	4.22		
Italia	3.47	3.61	3.94	4.73	4.87		

Fuente: Commodity Bulletins, Landell Mills Commodities Studies.

tratarán de vender la mayor cantidad posible en el exterior con el fin de aprovechar estos mejores precios. Este es, en consecuencia, un factor adicional que le resta presión al mercado.

C. Coyuntura cafetera reciente

Hacia finales de 1996, las perspectivas para el año cafetero 1996/97 apuntaban hacia un exceso de producción mundial de café verde con respecto al consumo mundial. Se estimaba que la producción mundial en 1996/97 se recuperaría sustancialmente con respecto a su nivel del año anterior que había sido de 88.2 millones de sacos, esencialmente por las bajas cosechas de Centroamérica, Colombia y Brasil. Los buenos pronósticos se basaban en que Brasil, primer productor mundial, volvería a sus niveles de producción habituales, y Colombia se recuperaría con respecto a su nivel del año anterior que había sido excesivamente bajo, principalmente por razones de clima. En efecto, se consideraba que todos los países productores registrarían aumentos de producción, con lo cual la producción mundial podría ubicarse entre 97 y 100 millones de sacos, y a su vez que las cotizaciones externas se mantendrían relativamente bajas.

A comienzos de 1997, sin embargo, los precios externos del café verde empezaron a subir, lo que tomó a todos los participantes en el mercado por sorpresa. La cotización del café colombiano, por ejemplo, pasó de US\$1.36/lb el 31 de diciembre a US\$2.31/lb el 5 de marzo. Este cambio súbito en el comportamiento de los precios externos del café produjo desconcierto, lo que generó como resultado una gran especulación acerca de las causas del mismo y de si su carácter sería temporal o permanente. Muchos inclusive han llegado a afirmar que el precio del café continuará aumentando dado que el faltante de

café en el año cafetero 1996/97 podría ser de 10 millones de sacos.

No obstante, del análisis efectuado en la sección anterior no parece existir ningún motivo desde el punto de vista de los fundamentales que permita asegurar que se trata de una situación permanente. En efecto, como se observa en el Cuadro 4, con excepción de Colombia, la producción en los países productores se ha venido recuperando desde 1994. Esta situación se verá reforzada a su vez en 1997 por los buenos precios de comienzos de año que incentivarán a los productores a mejorar sus prácticas con el fin de maximizar su producción y aprovechar los altos precios del mercado. Esto necesariamente tendrá un efecto positivo sobre el resultado de la producción mundial. Desde el punto de vista del consumo mundial, vimos que éste podría resultar siendo inferior debido a los mayores precios al consumidor, que ya se están presentando. Igualmente las altas cotizaciones del café en el mercado externo, estimularán a los países productores a sacrificar consumo interno en favor del externo para maximizar sus ingresos, lo que resultará en una mayor oferta. Quizás, el único punto que podría ayudar a explicar de alguna manera el aumento de los precios en los que va corrido del año es el del bajo nivel de inventarios que mantienen actualmente los consumidores.

Teniendo en cuenta los puntos anteriores, la posible explicación de lo que está sucediendo en el mercado externo de café tiene que venir del lado de la especulación, y en efecto, hay varios factores que apuntan en este sentido.

1) El bajo nivel de inventarios que mantienen actualmente los consumidores frente al anuncio de una producción de café arábigo lavado inferior a la estimada anteriormente, ha llevado a los

tostadores a participar más activamente en el mercado con el propósito de asegurarse suministros inmediatos. Por esta razón, el mercado se encuentra en la paradójica situación en la que se paga una prima por el café disponible para entrega inmediata (Cuadro 6).

2) La proyección de la producción centroamericana se redujo en un millón de sacos debido a las lluvias en los países de la región. La producción de Colombia se ha revisado varias veces en los últimos meses, de un total estimado de 12.5 millones de sacos hacia finales de 1996 se pasó a 11 millones en febrero de 1997 y, más recientemente, a 10.4 millones de sacos.

3) Con un sistema de manejo de inventarios de justo a tiempo cualquier interrupción en los flujos a lo largo de la cadena -productor-comercializa-

dor-tostador- genera especulación y presiona el mercado. Esto es exactamente lo que sucedió con el paro de los transportadores en Colombia en noviembre de 1996, la huelga en el puerto de Buenaventura en enero pasado y la congestión en los puertos de Guatemala y Vietnam.

4) El anuncio por parte del gobierno del Brasil de que la cosecha de 1996/97 sería de 18 millones de sacos, que aunque no fue creído por el mercado, estimuló a los productores brasileños a retener inventarios a la espera de mejores precios.

5) La decisión del APPC de reducir en 1.3 millones de sacos el volumen de exportaciones previsto para el primer semestre de 1997, en respuesta a la solicitud de la Organización Interafricana de Café, IACO, con el fin de disminuir el

Cuadro 6. EVOLUCION DEL CONTRATO C DE LA BOLSA DE NUEVA YORK
(Centavos de dólar por libra)

	Mes de entrega			
	Mayo	Julio	Septiembre	Diciembre
Diciembre 27 1996	116.20	113.55	112.10	110.45
Diciembre 30 1996	115.95	113.65	112.10	111.25
Diciembre 31 1996	116.90	114.75	113.60	111.55
Marzo 3 1997	198.45	184.85	173.70	162.55
Marzo 4 1997	211.65	195.25	183.05	172.25
Marzo 5 1997	219.75	200.65	187.20	175.00
Marzo 6 1997	211.95	193.70	181.15	169.65
Marzo 7 1997	205.75	189.80	176.85	165.55
Marzo 10 1997	215.50	199.30	183.55	170.90
Marzo 11 1997	219.00	203.15	186.35	173.10
Marzo 12 1997	215.65	196.10	181.20	167.90
Marzo 13 1997	202.00	182.25	166.70	155.50
Marzo 14 1997	205.00	186.35	172.15	160.30
Marzo 17 1997	197.65	168.15	156.95	145.90
Marzo 18 1997	209.60	168.80	155.60	144.35
Marzo 19 1997	168.10	154.90	143.65	132.70
Marzo 20 1997	169.15	157.20	147.15	134.00

Fuente: Coffee, sugar and cocoa Exchange Inc.

diferencial entre los dos tipos de cafés, incidió también en el comportamiento de los precios. El 20 de marzo, los países de la APPC anunciaron que en el primer semestre del año liberarían 300,000 sacos de café arábigo de la cifra acordada con los países de la IACO, y 200,000 sacos adicionales de la cuota total de retención. Aunque el propósito de la APPC es mantener un nivel aceptable del precio externo del café (estimado para Colombia en US\$1.40/lb), la motivación detrás de esta decisión obedece a que precios excesivamente altos que se traducen en precios igualmente altos al consumidor son perversos en la medida que disminuyen el consumo, el cual es muy difícil de recuperar posteriormente.

En resumen, en la actualidad existe gran incertidumbre con respecto a la magnitud de la producción mundial de café en el año cafetero 1996/97, lo cual frente a un virtual equilibrio entre la oferta y la demanda, ha resultado en un fuerte incremento en los precios, en virtud de la necesidad de los tostadores de asegurarse un flujo oportuno de café verde para no ver interrumpida su actividad. Esto se refleja en la prima que actualmente se paga por los cafés para entrega inmediata. Sin embargo, una vez se supere esta situación de estrechez en el mercado, cuando durante el segundo semestre salgan al mercado las principales cosechas -como la colombiana-, el precio internacional volverá a caer. Todo indica, y así lo confirma la historia cafetera, que el aumento reciente de los precios es un fenómeno transitorio y pasajero.

D. Precio Interno

1. Evolución del precio interno

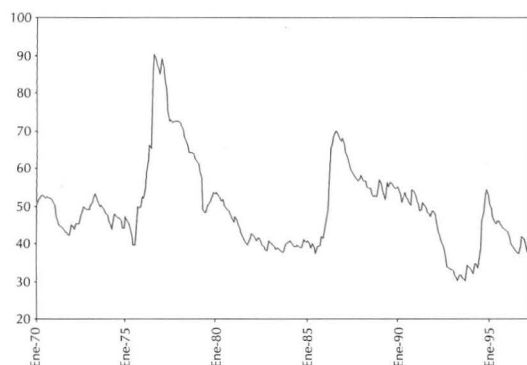
Colombia es actualmente uno de los pocos países que mantienen un precio de sustentación del

café. Este precio se determina por medio de una negociación entre los cafeteros y el gobierno, y cuando no se llega a ningún acuerdo, es este último quien termina fijándolo por decreto. El precio interno se fija para una carga (125 kilos) de café pergamino. El objetivo del precio de sustentación es el de estabilizar el ingreso del cafetero con miras a preservar la supervivencia de la caficultura colombiana. Dada la respuesta inmediata de la producción al precio interno, las autoridades cafeteras al fijar el precio interno deben procurar que éste no sea excesivamente alto para evitar que se traduzca en una sobreproducción del grano, como ocurrió en 1986.

Después de las heladas del Brasil en 1994, el gobierno le propuso a los cafeteros cambiar la negociación de precio interno, que por lo general se hacía dos veces al año, por un sistema de ajuste inmediato basado en un promedio variable de 60 días del precio F.O.B del café colombiano. Dado que esta propuesta se hizo en un momento en el que los precios estaban subiendo y se esperaba se mantuvieran altos por un período mayor del que realmente lo hicieron, los productores aceptaron sin dificultad. La situación se complicó, sin embargo, cuando las cotizaciones externas empezaron a bajar. La fórmula se desechó y se volvió al esquema de negociación de precio interno anterior.

Al igual que con la producción de café, las heladas y las sequías en el Brasil y los importantes incrementos de precios externos que se originan a raíz de las mismas son la que terminan determinando los aumentos de precio al interior de los países, los cuales a su vez determinan los niveles de producción en los años siguientes. En el Gráfico 5 se pueden observar tres grandes picos de precio interno real del café en Colombia coincidentes con cada una de las heladas y

Gráfico 5. PRECIO INTERNO REAL DEL CAFE
(Miles de pesos de diciembre de 1988)

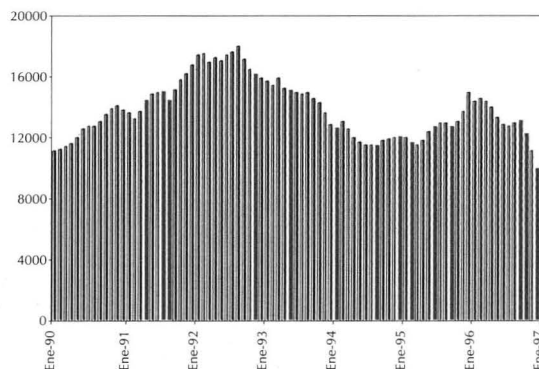


Fuente: Federación Nacional de Cafeteros.

sequías en el Brasil. La helada de 1976 produjo de un mes a otro -de mayo a junio- un incremento del precio interno real de 31.8%. En 1986, el precio interno real aumentó 44% como consecuencia de la sequía de ese año. Este aumento en el precio real del caficultor fue seguido en los años posteriores por un proceso intensivo de nuevas siembras y renovación total de cultivos, así como de un aumento en la utilización de fertilizantes (Cuadro 7), que permitió aumentar la producción de café en Colombia de 10.7 millones de sacos en 1986 a 16.2 y 16.1 millones en 1991 y 1992, respectivamente (Gráfico 6).

El otro salto que da el precio interno, aunque desde un nivel más bajo que en las dos ocasiones anteriores, fue en 1994 cuando a raíz de las dos heladas de junio y julio en el Brasil, el precio interno aumentó 53.6% en términos reales en este año. En esta oportunidad, sin embargo, aunque el aumento en el precio fue superior al de 1986, las condiciones en que se encontraban los caficultores después de tres años de caída continua en su ingreso real, llevaron a una inversión en los cafetales relativamente baja con

Gráfico 6. PRODUCCION COLOMBIANA DE CAFE
(Miles de sacos de 60 kgs)



Fuente: Federación Nacional de Cafeteros.

respecto a la que se produjo en 1986 (Ver Cuadro 7).

Durante 1997, a raíz del aumento en las cotizaciones internacionales a partir de enero, el precio interno se ha ajustado en varias ocasiones. La primera de estas tuvo lugar en los primeros días de febrero cuando el precio pasó de \$221,500 por carga de 125 kilos de pergamino a \$248,125. Posteriormente, ante la tendencia creciente de las cotizaciones en la Bolsa de Nueva York, el Comité de Cafeteros adoptó una tabla de fijación automática del precio interno, con vigencia entre el 17 de febrero y el 31 de diciembre de 1997. Mediante esta tabla se buscaba transferir al productor todos los ingresos extraordinarios provenientes de los mayores precios externos a través de un sistema que ajustaba de manera casi inmediata el precio interno al externo. Estos ingresos extraordinarios eran calculados como el excedente resultante al comparar el precio mensual de equilibrio de la industria y el promedio móvil de diez días del precio del café colombiano. Así, con un precio interno base de \$221,500 por carga de pergamino se calculaba

Cuadro 7. EVOLUCION DE LAS SIEMBRAS DE CAFE EN COLOMBIA (1965/66-1995/96) (Hectareas)

Año cafetero	Nuevas siembras	Renovación total	Zoqueo	Fertilizantes*
65/66	1,413	1,889	0	
66/67	3,043	3,480	0	
67/68	1,087	3,977	0	
68/69	1,522	5,469	0	
69/70	2,391	9,346	0	46,294
70/71	3,167	12,683	0	62,107
71/72	3,060	14,890	0	75,341
72/73	3,009	18,570	0	110,814
73/74	10,287	22,184	0	97,350
74/75	12,311	20,739	0	57,126
75/76	9,647	17,770	0	56,478
76/77	22,777	29,454	0	147,488
77/78	31,708	33,506	0	167,799
78/79	16,405	25,054	0	133,367
79/80	13,174	22,891	2,708	175,165
80/81	11,167	21,411	3,724	175,482
81/82	4,234	15,277	5,775	151,028
82/83	2,528	12,181	6,960	177,006
83/84	2,070	9,186	13,510	199,530
84/85	2,495	14,437	16,423	173,598
85/86	5,129	25,395	22,332	263,790
86/87	14,242	41,266	17,098	308,059
87/88	18,200	63,022	15,100	327,735
88/89	17,152	60,006	6,951	390,064
89/90	19,352	53,360	8,031	379,913
90/91	30,494	51,823	7,550	445,125
91/92	10,948	37,688	32,387	267,768
92/93	2,261	8,951	10,133	132,823
93/94	3,552	12,035	16,034	209,886
94/95	4,729	16,729	18,813	210,712
95/96	4,507	15,986	28,808	193,560

* Se refiere a las compras nacionales de fertilizantes en toneladas para la caficultura.

Fuente: Federación Nacional de Cafeteros.

una prima de acuerdo con las cotizaciones en la Bolsa que se sumaba para obtener el nuevo precio interno de sustentación. En esta ocasión, al igual que en 1994 cuando la cotización externa estaba en alza, la implantación de una fórmula de este tipo no encontró ninguna resistencia por parte de los productores. Hay que esperar qué pasa cuando se produzca la destorcida de los precios, la cual se va a producir irremediablemente

El 17 de febrero de 1997, la fórmula fue modificada y se estableció un nuevo esquema que entraría a regir el sábado siguiente. Esencialmente fueron dos las modificaciones que se hicieron. Por un lado, la nueva fórmula utiliza para el cálculo del precio interno, el tipo de cambio del 28 de febrero, en lugar de la proyección mensual del mismo que se hacía anteriormente y, por el otro, se estableció que si el precio del café

colombiano superaba los US\$2.20 por libra, el 25% del excedente sería ahorrado por el Fondo Nacional del Café, mientras que el 75% restante sería transferido al productor. Ese mismo día se acordó un precio interno de \$291,000 por carga de pergamino, anunciando que la tabla empezaría a regir a partir de la semana siguiente

Dado que para 1997 se ha estimado un precio externo promedio por libra de US\$1.68, con una cotización que se mantiene alrededor de US\$2.00/lb en el primer semestre, y que se reduce a US\$1.60 en el segundo, la fórmula vigente actualmente en la que el FNC sólo ahorra cuando el precio externo llegue a \$2.20 por libra no permite el fortalecimiento patrimonial del Fondo, lo que pone en riesgo su capacidad de estabilización en el futuro. El Fondo Nacional del Café debe ahorrar los excedentes que se están produciendo actualmente, y se debe velar porque el manejo de los mismos sea el más eficiente posible. Esto implica que los recursos ahorrados por el Fondo no deben ser utilizados por el gobierno central vía transferencias directas, algo que podría resultar atractivo en las condiciones actuales de las finanzas públicas del país. La ortodoxia en el manejo financiero del Fondo exige que sus excedentes sean invertidos en títulos que aseguren una rentabilidad adecuada. Inclusive esta inversión podría ser en TES, siempre y cuando su colocación se realice en los términos determinados por el mercado.

2. ¿Cuál debe ser el nivel del precio interno?

A lo largo de este análisis hemos visto el papel determinante del precio interno sobre la producción. Las autoridades cafeteras han estimado que el precio interno real que se le pagó al caficultor colombiano en 1994 de \$155,863 por

carga, equivalente hoy a un precio de \$269,938 es el nivel de precio interno que permite mantener una producción de café en Colombia de 13 millones de sacos, que es la que se ha considerado óptima dada la demanda mundial de café colombiano y el consumo interno.

Adicionalmente, al aplicar el filtro de Hodrick y Prescott a la serie de precio externo del café colombiano desde 1958 hasta febrero de 1997, se obtiene que de acuerdo con la tendencia en este período, el nivel de precio externo debía ser actualmente de US\$1.47 por libra.

Una remuneración acorde con este precio promedio permite que el FNC sea financieramente viable en el largo plazo, al tiempo que le asegura al productor colombiano una rentabilidad adecuada. Sin embargo, debido a que en los últimos años el precio interno estuvo por debajo de este nivel es posible compensar en la actualidad a los caficultores colombianos con una remuneración superior, cercana a los US\$1.60 por libra, que es el precio promedio esperado por los analistas para el precio del café colombiano en el segundo semestre de 1997.

Los excedentes resultantes de precios internacionales superiores a este nivel deben ser ahorrados por el Fondo. No es conveniente que el precio interno se ubique por encima de su nivel de equilibrio, ya que no sólo no es sostenible en el mediano plazo sino que da origen a decisiones en materia de producción que dificultan el manejo durante los períodos de reducción en el precio externo.

Adicionalmente, el sector cafetero aún tiene mucho por hacer fuera de poner al día su

caficultura. De acuerdo con un trabajo reciente efectuado por Fedesarrollo para el Crece y la Federación Nacional de Cafeteros, a pesar de que los departamentos cafeteros están muy bien en algunos indicadores socioeconómicos como infraestructura y educación primaria, aún existen atrasos en otros frentes con respecto a la media nacional, como en el caso de educación secundaria¹. Mejorar los niveles de escolaridad secundaria debería ser por lo tanto una prioridad para el sector cafetero, y los altos precios del café hoy, no deberían hacer que se pierda de vista el futuro.

En conclusión, cualquiera que sea la razón de los mayores precios externos del café, el Fondo Nacional del Café debe ahorrar con el fin de poder continuar con la función de estabilización que ha venido cumpliendo desde su fundación. La historia ha mostrado que los períodos de precios altos siempre son seguidos por períodos de precios bajos. Precisamente, esta fue la razón por la cual se creó el Fondo.

Los excedentes del Fondo deben ser administrados teniendo en cuenta el beneficio del mismo fondo y en ningún momento deben ser utilizados por el gobierno central como transferencias directas.

II. RESULTADOS DE 1996 Y PERSPECTIVAS 1997

A. Resultados de 1996

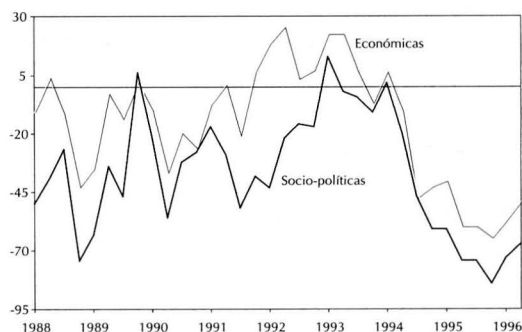
El año de 1996 terminó con un crecimiento económico estimado por el DNP en 2.9%, inferior al 3.5% previsto por las autoridades económicas e inclusive inferior al 3.1% proyectado por Fedesarrollo. Varias son las razones que llevaron a un

crecimiento económico en el año inferior al pronosticado.

En primer lugar, en marzo de 1996 el gobierno de los Estados Unidos descertificó los esfuerzos de Colombia en la lucha contra el tráfico de drogas, lo cual generó a partir de ese momento gran incertidumbre con respecto a la posibilidad de que la descertificación viniera acompañada de sanciones económicas. Esta incertidumbre y la inestabilidad en el campo político afectaron de manera inmediata el clima de inversión, siendo la inversión privada la variable más afectada. De hecho, como lo indican las cifras de la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo, a lo largo de 1996, las condiciones económicas y políticas para la inversión fueron las peores desde 1989. Unicamente, en noviembre pasado se registró un cambio en la tendencia de este indicador, al experimentar éste una ligera mejoría (Gráfico 7).

El deterioro de todos los indicadores económicos durante el primer semestre de 1996 llevó a Fedesarrollo y al mismo gobierno a revisar sus proyecciones de crecimiento económico de principios de año, de 3.8% a 3.1% en el primer

Gráfico 7. CONDICIONES PARA LA INVERSION



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial, Fedesarrollo.

¹ Ver, Cárdenas, M. y Yanovich, D. (1996), *Café y Desarrollo Económico: un análisis departamental*, mimeo.

caso y de 4.9% a 3.5% en el segundo. Desde el punto de vista de Fedesarrollo, el menor crecimiento económico proyectado se sustentaba, por el lado de la demanda, en una fuerte reducción del consumo total en el año, explicada por la caída del consumo privado, producto del aumento sin precedentes de las tasas de interés, el deterioro del ingreso real de los caficultores, el aumento de las contribuciones a la seguridad social y el alza desmedida de los servicios públicos, muy por encima de la meta de inflación de 18% que había sido fijada para el año. Se supuso igualmente que la inversión se desaceleraría como consecuencia del deterioro de la inversión privada, especialmente, en edificación de vivienda y maquinaria y equipo.

Los resultados preliminares de 1996 en materia de consumo e inversión son peores aún que los proyectados por Fedesarrollo en julio de ese año. El consumo final se redujo de 5.9% en 1995 a 0.3% en 1996, con una contracción del consumo privado de 1.7%, mientras que el consumo público se elevó en 11%. Dentro del PIB, la inversión privada presentó el peor desempeño, registrando una caída de 5% en 1996 frente al año anterior, en tanto que la inversión pública creció 13.9% (ver Cuadro 2 de Indicadores).

1. Comportamiento sectorial

a. Agricultura

En 1996, el crecimiento del sector agropecuario se vio afectado por la reducción de la producción cafetera que cayó 18.3%, y el pésimo desempeño de los cultivos transitorios y permanentes. El año terminó con un crecimiento estimado del sector agrícola de 2.5%, muy inferior al registrado en 1995 de 5.2%. (Ver Cuadro 1 de Indicadores).

b. Minería

De acuerdo con datos oficiales preliminares del DNP, el sector minero creció 7.7% en 1996, muy por encima del PIB total, como resultado del aumento en la producción de carbón y la de petróleo. En el año, la producción de petróleo del país pasó de un nivel promedio de 585 mil barriles diarios a 625 mil barriles diarios, presentando un incremento de 6.8%. Este crecimiento de la producción de petróleo en 1996 fue inferior al registrado en 1995, ya que aún se están llevando a cabo las inversiones que permitirán incrementar la producción de crudo de los campos de Cusiana y Cupiagua a 500,000 barriles diarios en 1998, con lo cual la producción diaria de petróleo en el país llegará a 950.3 mil barriles diarios en este año.

c. Industria

La industria manufacturera figura entre los sectores más duramente golpeados por la desaceleración económica en 1996. El crecimiento estimado por el DNP para este sector es de 0.5% si se incluye la trilla de café y de -0.4% si ésta no se incluye. No obstante, este crecimiento de la industria en 1996 podría ser inclusive inferior, si se tiene en cuenta que de acuerdo con las cifras de producción de la muestra mensual manufacturera que publica el Dane, entre enero y noviembre de 1996, la producción industrial se contrajo 2.8% con trilla de café, y 3.4 sin trilla, frente a un crecimiento de la misma de 3.6% y 2%, respectivamente, en los mismos meses de 1995 (Cuadro 8). De los 28 sectores en los que está dividida la industria colombiana, solamente ocho tuvieron crecimiento positivo en estos meses del año, es decir, que en veinte sectores que equivalen a dos terceras partes del total, se registró una reducción en la producción.

Cuadro 8. PRODUCCION Y EMPLEOS EN LA INDUSTRIA (Enero-octubre 1996/1995)

	Producción	Empleo
Petróleo	24.6	-4.2
Equipo profesional y científico	20.9	-6.9
Tabaco	16.7	0.2
Vestuario	8.1	-12.6
Plásticos	5.6	-8.2
Textiles	2.9	-1.1
Alimentos (sin trilla)	2.7	5.1
Productos metálicos exc. maquinaria	1.6	0.6
Barro, loza y porcelana	1.3	-10.0
Industrias diversas	0.3	1.9
Imprentas y editoriales	-3.7	-4.5
Otros derivados del petróleo	-5.2	7.4
Hierro y acero	-5.5	-1.6
Otros productos químicos	-6.4	-2.0
Equipo y material de transporte	-6.8	-8.7
Químicos	-7.3	0.2
Maquinaria, aparatos eléctrico	-7.3	-6.7
Bebidas	-7.8	-3.0
Papel	-9.6	-0.3
Vidrio	-10.3	-6.2
Caucho	-10.5	-11.1
Productos minerales no metálicos	-10.7	-4.2
Metales no ferrosos	-13.6	-10.8
Maquinaria excepto la eléctrica	-17.8	-8.5
Calzado	-18.9	-5.3
Cuero, pieles, excepto calzado	-22.8	-11.0
Industria de madera	-28.2	-8.4
Muebles de madera	-47.7	-16.3
Total	-1.8	-3.4
Trilla de café	9.7	-16.9
Total excepto trila	-2.4	-3.3

Fuente: Muestra Mensual Manufacturera, Dane.

d. Comercio

Durante 1996, la actividad comercial se vio afectada por las altas tasas de interés y el endurecimiento de las condiciones de crédito. El DNP estima el crecimiento de este sector en 0.3%. No obstante, de acuerdo con la muestra mensual al comercio, en 1996 las ventas del comercio al por menor cayeron de 2.8% en

términos reales, frente a un crecimiento de 2.2% en 1995. En el año, crecieron únicamente las ventas de los bienes de consumo como alimentos, bebidas, drogas y vestuario.

e. Construcción

En 1996, el sector de la construcción que incluye la edificación de vivienda y la construcción de obras civiles -públicas y privadas- creció 3.8%, muy por debajo de las proyecciones de crecimiento de este sector tanto oficiales como de Fedesarrollo.

En el año, la edificación de vivienda se desplomó 15% frente al 8.5% de contracción estimado por Fedesarrollo en julio, debido, en primer lugar, a la lentitud con que se ha venido reduciendo el inventario; a las altas tasas de interés, que en el caso de la vivienda se ubicaron en niveles promedio de 44% anual en 1996; y, a la incertidumbre².

Por el lado de las obras civiles, aunque la ejecución en el año fue inferior a la prevista originalmente, de todos modos se produjo un crecimiento importante, especialmente de las obras civiles privadas que aumentaron 36.5% con respecto al año anterior, mientras que las públicas crecieron 10%.

2. Situación monetaria

En 1996, el manejo de la política macroeconómica estuvo caracterizado por una clara restricción monetaria. A noviembre pasado la base monetaria se había contraído en 0.6% en comparación con el nivel de noviembre de 1995,

² Véase, por ejemplo, Mauricio Cárdenas y Raquel Bernal (1996), "Auge y Crisis de la Construcción en Colombia: Causas y Consecuencias", mimeo, Fedesarrollo.

en tanto que el crecimiento de los medios de pago (M1) fue de sólo 6.8% durante el mismo período. En efecto, hasta noviembre el crecimiento de los agregados monetarios resultó inferior al de la programación macroeconómica de comienzos de año, reflejando en parte una fuerte sobreestimación de la demanda por dinero. Sin embargo, la fuerte acumulación de reservas del mes de diciembre y la consecuente expansión de la base monetaria explica porqué al finalizar el año el crecimiento de los medios de pago haya sido del 18.8% y el de la base de 10.6%. Con todo, estas cifras son inferiores a la inflación de 21.6% que se registró en 1996 (Gráfico 8).

Durante el primer semestre del año, la restricción monetaria se tradujo en un aumento de las tasas de interés tanto reales como nominales. En estos seis meses el nivel promedio de la tasa de interés de captación fue de 32.86% anual, mientras que el de la tasa de colocación se ubicó en 43.39% anual.

En el segundo semestre, la mayor acumulación de reservas, la desaceleración de la demanda de

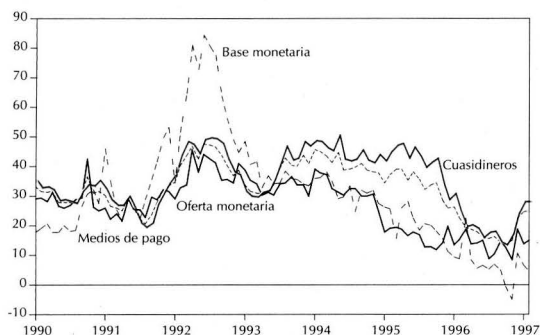
crédito, así como la reducción de los encajes dio lugar a una baja importante de las tasas de interés. El año terminó con una tasa de captación de 28.10% anual y de colocación de 38.73%. Durante los últimos meses del año, la combinación de esta reducción junto con una inflación muy alta llevaron al descenso de las tasas de interés reales (Gráfico 9).

3. Inflación

Después de más de dos años de Pacto Social, restricción monetaria, revaluación real de la moneda y una importante desaceleración económica, el país continúa con un nivel de inflación cercano al 22%, equivalente al promedio registrado en los últimos 25 años.

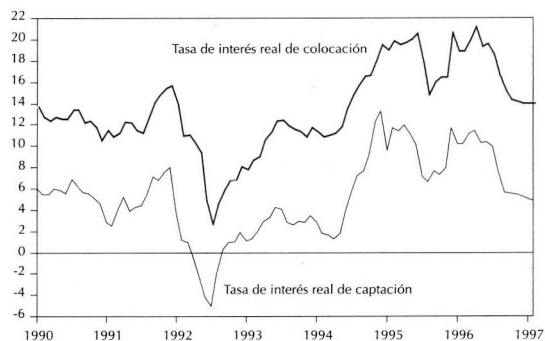
Desde 1995, el Pacto Social, por su carácter tripartita (gobierno, empresarios y centrales obreras), ha sido la herramienta utilizada para tratar de acabar con la indexación de la economía y reducir la inflación. En 1995, que fue el primer año de vigencia del Pacto, la meta de inflación acordada fue de 18%. El año terminó con una

Gráfico 8. PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS (Tasas anuales de crecimiento)
Enero 1990 - febrero 1997



Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 9. TASAS REALES DE INTERES DE CAPTACION Y COLOCACION
(Enero 1990 - febrero 1997)



Fuente: Banco de la República y cálculos de Fedesarrollo.

inflación de 19.5%, superior a la meta, pero inferior en 3.1 puntos a la registrada en 1994. En 1995, el Pacto aunque no acabó con la indexación de los precios de la economía fue exitoso en evitar el aumento excesivo de los precios de algunos productos manufacturados y de las tarifas de los servicios públicos, aunque esto último con un alto costo para los resultados de inflación en 1996.

Para 1996, la meta de inflación se fijó en 17%. Era claro desde un comienzo que sería muy difícil alcanzar la meta del 17% en el año, no sólo por la inconsistencia de la misma con el crecimiento económico de 4.9% previsto, sino porque para 1996 existían presiones alcistas sobre los precios, tales como la mayor devaluación nominal registrada en 1995, el aumento de la tarifa del IVA producto de la reforma tributaria de diciembre de 1995, y la necesidad de poner al día las tarifas de los servicios públicos.

La inflación en 1996 superó todas las proyecciones, inclusive las más pesimistas. El IPC aumentó 21.63%, 4.6 puntos por encima de la meta del 17% fijada por el Banco Central para el año. Tal como se había anticipado, los bienes que registraron las mayores alzas durante el año fueron la vivienda, los servicios públicos, los combustibles y la educación, precisamente los precios que están bajo el control del gobierno. Es decir que en 1996, a pesar del compromiso del gobierno de no subir los precios por encima del 17%, el principal responsable del incumplimiento de la meta de inflación fue el propio gobierno (Cuadro 9).

4. Balanza de pagos

Las cifras oficiales preliminares de balanza de pagos estiman el déficit comercial en 1996 en

US\$1,998.2 millones, inferior en US\$693.7 millones al registrado en 1995. No obstante, a pesar del mejoramiento de la balanza comercial, el déficit de la cuenta corriente en 1996 se estima de manera preliminar en US\$4,684.8 millones, equivalentes a 5.6% del PIB, superior en US\$283.2 millones al registrado en 1995 cuando ascendió a US\$4,426.8 millones. El empeoramiento de la cuenta corriente en 1996 se explica por el deterioro de la balanza de servicios en US\$787 millones producto del mayor pago de intereses de la deuda externa, tanto pública como privada, así como por la remisión de utilidades de la inversión extranjera; y, en menor grado, por un ingreso neto de transferencias en el año, inferior al registrado en 1995 (Ver Cuadro 13).

Contrario a lo que se preveía en el primer semestre del año cuando se estimaba que a raíz de la crisis política se produciría una importante desacumulación de reservas internacionales, en 1996 se acumularon reservas por un valor cercano a los US\$1,483 millones. El año terminó con un nivel aproximado de reservas internacionales netas de US\$9,985 millones, equivalentes a 9.1 meses de importaciones de bienes.

Cuadro 9. INFLACION POR SECTORES

	1994	1995	1996
Total nacional	22.60	19.47	21.63
Alimentos	23.04	16.19	18.27
Vivienda	24.71	21.61	23.95
Vestuario	12.91	12.64	10.96
Salud	26.79	23.13	22.20
Educación	25.73	25.89	36.74
Transporte	18.83	17.61	20.02
Varios	18.77	23.43	18.95

Fuente: Dane.

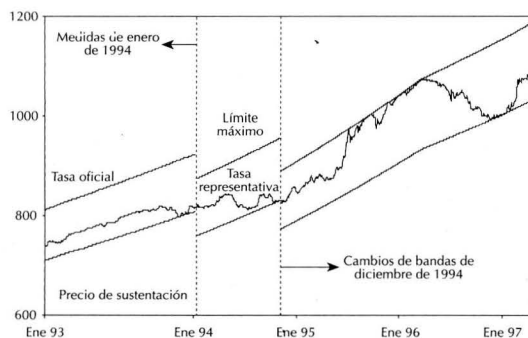
El incremento en las reservas se produjo prácticamente durante el último mes del año.

En 1996, el valor de la deuda externa de Colombia aumentó un 14% con respecto al valor de la misma en 1995, al pasar éste de 30.2% del PIB a 34.4%, debido a que en el año el sector público colombiano se endeudó en el exterior mediante bonos, y el sector privado aumentó su nivel de endeudamiento externo.

5. Mercado cambiario

Durante 1996, la incertidumbre no sólo se reflejó sobre el desempeño de la inversión. El tipo de cambio estuvo sujeto a fuertes oscilaciones al interior de la franja cambiaria, con un movimiento brusco desde el techo de la banda durante el primer semestre hacia el piso durante la segunda mitad del año. En efecto, tal como se aprecia en el Gráfico 10, el primer semestre de 1996 estuvo caracterizado por la elevación del tipo de cambio y la consecuente intervención del Banco de la República en el mercado cambiario con el propósito de mantener la cotización del dólar dentro de la banda predeterminada. El

**Gráfico 10. BANDA CAMBIARIA
(Enero 1993 - febrero 1997)**



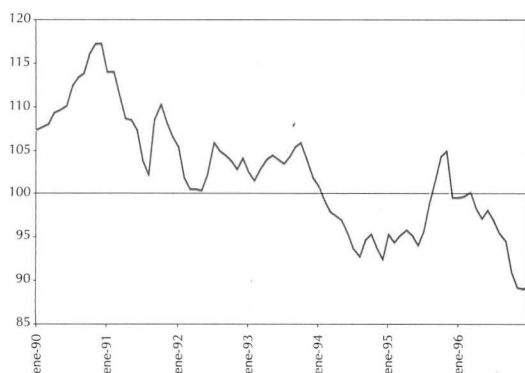
Fuente: Banco de la República.

movimiento del tipo de cambio entre los límites superior e inferior de la banda cambiaria durante 1996 se produjo claramente por motivos especulativos. A principios de año, los acontecimientos políticos y su posible desarrollo generaron todo tipo de especulaciones con respecto a la sostenibilidad de la banda cambiaria, presionando la tasa de cambio hacia el tope de la banda. A partir de julio de 1996, las presiones en el mercado cambiario actuaron en el sentido contrario. Los anuncios, algunas veces equivocados, acerca de los ingresos petroleros futuros, así como el monto previsto de endeudamiento externo del gobierno central en 1996, hicieron que las expectativas dejaran de ser devaluacionistas para convertirse en revaluacionistas.

La devaluación nominal en 1996 fue de 1.8%, lo cual con una inflación interna en el año de 21.6% y una externa de 3%, produjo una revaluación real de la moneda de 16.8% en el año, la más alta desde que se liberó el mercado cambiario en Colombia. De acuerdo con el índice de tasa de cambio real que calcula el Banco de la República (Dic. 86=100), con base en una canasta de monedas y el IPP en lugar del IPC, la revaluación real en 1996 fue de 10.5 puntos, al pasar el índice de 99.19 en diciembre de 1995 a 88.6 al finalizar diciembre de 1996 (Gráfico 11).

Como es natural, el comportamiento cambiario durante la segunda mitad del año, suscitó todo tipo de especulaciones con respecto a lo que la Junta del Banco de la República haría frente a esta situación. Las especulaciones se centraban sobre la probabilidad de que el Banco modificara o bien el nivel de la banda o su pendiente, o que interviniera en el mercado cambiario para tratar de recuperar el tipo de cambio. Finalmente, el 30 de noviembre, la Junta decidió alterar la

**Gráfico 11. INDICE DE TASA DE CAMBIO REAL
(Diciembre 1986 = 100)**



Fuente: Banco de la República.

pendiente de la banda cambiaria, de 13.5% a 15% para 1997. Este cambio se constituyó en una señal importante para los inversionistas y el sector productivo en general, ya que como el tipo de cambio cerró el año en el nivel inferior de la banda cambiaria, la devaluación mínima esperada en 1997 es de 15%, mientras que en la eventualidad de que el tipo de cambio se mueva en el año del nivel del piso en el que inició el año al límite superior de la banda, la devaluación máxima podría llegar a 29%.

6. Comercio exterior

De acuerdo con las cifras preliminares de balanza de pagos del Departamento de Planeación Nacional, en 1996 el valor de las exportaciones totales aumentó 5.2% al pasar de US\$10,229.2 millones a US\$10,759.3 millones, sobrepasando tanto los estimativos oficiales como los de Fedesarrollo. Este mayor crecimiento en el valor de las exportaciones está explicado por el excelente comportamiento de los precios internacionales de los productos tradicionales

de exportación, en especial el del café y el petróleo, ya que como se aprecia en el Cuadro 4, el dinamismo que traían las exportaciones menores se perdió, al haberse mantenido totalmente estancadas en 1996 frente al año anterior.

Las cifras preliminares de balanza de pagos del DNP muestran una reducción importante en las importaciones durante 1996, con una contracción de las mismas de 1.3% frente al año anterior. El comportamiento de las importaciones durante el año es un claro reflejo del deterioro de la actividad productiva durante el año y de la caída del consumo privado.

7. Inversión extranjera

En 1996, la inversión extranjera neta ascendió a US\$3,582 millones, 83.9% superior a la cifra de US\$1,948 registrada en 1995. La inversión extranjera se concentró en los sectores minero e industrial con participaciones relativas de 27.6% y 20.8%, respectivamente, seguidos por el sector de infraestructura y energía con el 12.7%. De los US\$988 millones de inversión en el sector minero, US\$935 millones tuvieron como destino el subsector petrolero. La inversión extranjera en la industria manufacturera en 1996, se dio en su mayoría en los subsectores diferentes a los relacionados con el petróleo. En efecto mientras que la inversión en refinación de petróleo fue de US\$35.3 millones, en el resto del sector industrial ésta ascendió a US\$710 millones (Cuadro 10).

B. Perspectivas 1997

1. Crecimiento económico

En 1997, a pesar de la incertidumbre que aún persiste, la economía se recuperará con respecto al año anterior, aunque sin alcanzar su verdadero

Cuadro 10. INVERSION EXTRANJERA
(US\$ millones)

	1995	1996	96/95	Participación 96
Inversión directa neta	1,948	3,582	83.9	100
Agricultura, caza y pesca	30	20	-33.3	0.6
Minas y canteras	720	988	37.2	27.6
Industria manufacturera	582	745	28.0	20.8
Infraestructura y energía	352	455	29.3	12.7
Construcción	32	24	-25.0	0.7
Comercio	132	120	-9.1	3.4
Sector Financiero	195	348	78.5	9.7
Servicios	91	80	-12.1	2.2
Privatizaciones y otros	172	878	410.5	24.5
Titularización Ecopetrol		174		4.9
Actividades no especificadas	8	2	-75.0	0.1
Inversión colombiana externa	284	180		

Fuente: Departamento Nacional de Planeación, Umacro.

potencial de crecimiento. En "Coyuntura Económica" de hace un año proyectamos un crecimiento de 5.7% para 1997 bajo el supuesto que el país sería certificado en marzo y que la crisis política, cualquiera que fuera su desenlace, quedaría resuelta en 1996. En julio, frente a la descertificación y sus posibles sanciones y la continuación de la crisis y sus posibles efectos sobre las variables económicas en el tiempo, revisamos nuestra proyección a 4.2%. Nuestra proyección actual de crecimiento para 1997 es de 3.8%, influida por un lado por la incertidumbre, que dificultará el despegue de la inversión, pero estimulada por el otro, por el aumento en la producción de petróleo. La tasa de crecimiento estimada es de 3.8% con petróleo y 3.6% si éste se excluye. Al excluir adicionalmente al sector de servicios del gobierno, se tiene que la economía privada no petrolera registrará un crecimiento de 3.5%.

Desde el punto de vista de la demanda, la principal fuente de expansión del PIB en 1997 será el consumo, el cual crecerá 3.8%. Proyectamos una recuperación importante del consumo privado, con respecto al año anterior, al pasar éste de una contracción de 1.7%, a un crecimiento de 3.6%. En este año, la moderación de las tasas de interés, así como la recuperación del ingreso real de los caficultores actuarán en favor de la expansión del consumo (Cuadro 11).

El crecimiento de la inversión total en 1997 será de un moderado 0.6%. El retraso que experimentarán algunos proyectos de infraestructura con participación del sector privado por razones de incertidumbre, y la caída continuada de la inversión en edificaciones y en maquinaria y equipo, llevarán a una reducción de la inversión privada de 5.1% en 1997 con respecto al año anterior. La inversión de la administraciones públicas, por el contrario, registrará un crecimiento de 5.1% real.

Cuadro 11. PROYECCIONES MACROECONOMICAS (Variaciones porcentuales)

	1997
PIB total	3.8
PIB no petrolero	3.6
PIB privado	3.7
PIB privado no petrolero	3.5
Demanda agregada	
Consumo total	3.8
Consumo privado	3.6
Consumo público	5.0
Inversión total	0.6
Formación interna bruta de capital	-0.9
Inversión privada	-5.1
Inversión gobierno	5.1
Variación de existencias	-0.2
Demanda interna	3.0
Exportaciones	6.6
Importaciones	3.0
Precios	
Deflactor de PIB	21.5
Precios al consumidor	19.9
Tasa de cambio promedio	1,097.6
Tasa de cambio fin de año	1,156.1
Tasa de cambio real (fin de año)	-1.7

Fuente: Fedesarrollo.

El total de exportaciones, en precios constantes, tendrá un aumento de 6.6%, con un crecimiento importante, especialmente, en los rubros de café y petróleo, explicado en el primer caso por la recuperación del precio externo y, en el segundo, por un mayor volumen exportado. Las importaciones se recuperarán con respecto al año anterior, aumentando en un 3.0% real. Este crecimiento está explicado en buena parte por los bienes de consumo y los bienes intermedios, debido a que las importaciones de bienes de capital se reducirán en este año con respecto al año anterior.

Desde el punto de vista de la oferta, el crecimiento en este año será menos equilibrado que en los años anteriores, ya que con excepción de la minería y el café que crecerán 10.2% y 9.7%, respectivamente, el resto de sectores tendrán crecimientos, sino iguales, inferiores al PIB. La agricultura sin café crecerá 3.7%, mientras que con café el crecimiento del total del sector agropecuario será de 4.7%. El sector minero crecerá 10.2%, con gran dinamismo tanto por parte del petróleo y el carbón que crecerán 11.7% y 10.4%, respectivamente (Cuadro 12).

La trilla de café aumentará 9% en 1997, como resultado del mayor volumen de exportaciones de café previsto para el año, en tanto que la industria sin trilla, aunque registrará una ligera recuperación con respecto al año anterior, crecerá tan sólo 1.9%. Dentro de la industria, los alimentos tendrán un crecimiento proyectado de 4.0%, consistente con la recuperación del consumo. Los crecimientos de los bienes de consumo liviano y de los bienes intermedios han sido proyectados en 1.7% y 3.1%, respectivamente, mientras que los bienes de la metal-mecánica registrarán una contracción de 3.0% inducida por la caída de la inversión en edificaciones.

El sector de los servicios crecerá 3.9% en 1997, aunque con comportamientos muy disímiles entre los diferentes tipos de servicios. El comercio crecerá 2.4% con respecto al año anterior, estimulado por la moderación de las tasas de interés y la recuperación del consumo, mientras que el sector financiero registrará un crecimiento muy acorde con el crecimiento del PIB. El transporte, el alquiler de vivienda y los servicios del gobierno tendrán crecimientos muy superiores a los de la economía en general.

Cuadro 12. PROYECCIONES SECTORIALES
(Variaciones porcentuales)

	1997
Agricultura	4.7
Agricultura sin café	3.7
Café pergamino	9.8
Alimentos agrícolas	4.5
Cereales	9.7
Oleaginosas	3.5
Otros agrícolas	0.8
Ganado	4.0
Silvicultura caza y pesca	4.0
Minería	10.2
Petróleo	11.7
Carbón	10.4
Resto de la minería	5.9
Gas natural	2.9
Industria	2.1
Industria sin trilla	1.9
Café elaborado	9.0
Alimentos manufacturado	4.0
Bienes consumo liviano	1.7
Bienes consumo intermedio	3.1
Bienes metalmecánica	-3.0
Construcción	3.5
Servicios	3.9
Comercio	2.4
Transporte	5.0
Servicios financieros y públicos	3.9
Servicios personales	1.0
Servicio doméstico	5.3
Alquiler de vivienda	4.9
Servicios del gobierno	5.0

Fuente: Fedesarrollo.

El crecimiento del sector de la construcción en 1997 se ha proyectado en 3.5%, con un desequilibrio muy grande entre los diferentes subsectores que lo conforman. En este año será particularmente importante la participación del sector privado en obras de infraestructura, así como la inversión que realizarán las adminis-

traciones públicas. La edificación de vivienda actuará en el sentido contrario, registrando en el año una contracción estimada en 8.5%.

2. Precios en 1997

Para 1997 proyectamos una inflación de 19.9%, superior a la meta del 18%. En este año, aparte de la presión que ejercen sobre la inflación los precios de los arrendamientos y de algunos precios controlados, se podría afirmar que las condiciones están dadas para que en el año se revierta la tendencia alcista de los demás precios. No obstante, el incremento reciente de los aranceles tendrá un efecto alcista sobre los precios de los productos importados con su consecuente impacto sobre el nivel general de precios.

Con respecto a la inflación de 19.9% para el año, cabe reiterar que en nuestras proyecciones hemos sido extremadamente cautelosos, en el sentido que estamos suponiendo que el gobierno va a cumplir con todos los compromisos adquiridos con el fin de garantizar el logro de las metas fijadas en el plan macroeconómico para 1997. En caso de que el gobierno incumpla, y el gasto crezca por encima del nivel previsto para garantizar la consistencia macro, o bien se tendrá que sacrificar la meta cambiaria o bien la monetaria, y por ende la inflación. Como el gobierno ha afirmado que su primera prioridad es garantizar el mantenimiento de la actual banda cambiaria, un mayor gasto público se traduciría en un nivel de inflación en 1997, superior al 19.9% proyectado por Fedesarrollo.

4. Balanza de pagos

En 1997 se producirá una recuperación del déficit comercial con el resto del mundo. Se pasará de

US\$1,998.2 millones en 1996 a US\$1,518 millones aproximadamente en 1997. Esta mejoría se explica principalmente por los aumentos previstos de 10.6% en el valor de las exportaciones de petróleo y de 10.9% en las de café. Se espera igualmente un comportamiento muy favorable del resto de exportaciones tradicionales. Las exportaciones menores (sin esmeraldas) crecerán 12.6% con respecto al año anterior, estimuladas por la recuperación de la economía venezolana (que adquiere el 18% del total de este tipo de productos) y por el comportamiento más favorable de la tasa de cambio real. En conjunto, las exportaciones totales crecerán 11.1% con respecto al valor, registrado en el año anterior (Cuadro 13).

Las importaciones totales aumentarán 5.8%, al pasar de US\$12,758 millones en 1996 a US\$13,503 millones aproximadamente en 1997.

En 1997 continuará el deterioro de la cuenta de servicios debido a los mayores pagos de intereses y a la remisión de utilidades y dividendos por parte de las empresas extranjeras, en especial, las del sector petrolero. Se calcula que en 1997 esta cuenta será deficitaria en US\$3,533 millones, US\$358 millones por encima del déficit registrado en 1996.

No existen bases sólidas para proyectar las transferencias netas de la balanza de pagos, pero se presume que son sensibles a variables de naturaleza política, así como a factores especulativos. Para este año estamos suponiendo transferencias netas por US\$497 millones explicadas básicamente por razones de tipo especulativo.

En 1997 se espera una reducción del déficit de cuenta corriente de US\$4,684.8 millones en 1996

a US\$4,554 millones en 1997. En términos de PIB, el déficit se reduce de 5.6% del PIB en 1996 a 4.4% del PIB en 1997. Este año, al igual que en los años anteriores, la financiación del déficit de la cuenta corriente no va a presentar ningún problema, ya que la inversión extranjera directa en petróleo y en buena parte de los proyectos de infraestructura ya está comprometida. Es posible, sin embargo, que por razones de incertidumbre no se realice toda la inversión prevista en los sectores industrial y financiero. Hemos estimado un valor de inversión extranjera directa de US\$2,600 millones en el año. En 1997, el déficit en la cuenta corriente será financiado con la inversión extranjera directa y con recursos de endeudamiento externo de largo plazo estimados en US\$3,044 millones, de los cuales US\$1,400 corresponden a los bonos que el gobierno va a colocar en el exterior, y el resto (US\$1,644 millones) a endeudamiento corriente tanto público como privado (Cuadro 13).

En el año se acumularán reservas internacionales por US\$547 millones, con lo cual las reservas a final de año ascenderán a US\$10,356 millones, equivalentes a 9.2 meses de importaciones.

La acumulación de reservas que hemos estimado en nuestras proyecciones para 1997 supone que el gobierno se endeuda en US\$1,943 millones, y que en el endeudamiento del sector privado estimado en US\$1,100 millones no están incluidos recursos de endeudamiento externo con destino a la privatización de Carbocol. Dado el escaso margen de la política monetaria en 1997, una acumulación de reservas de US\$547 millones podría resultar en una política monetaria excesivamente costosa.

Cuadro 13. PROYECCIONES DE BALANZA DE PAGOS
(Millones de dólares corrientes)

	1994	1995	1996	1997
Cuenta corriente	-3,048.0	-4,426.8	-4,684.8	-4,553.9
Balanza comercial	-2,286.0	-2,698.7	-1,998.2	-1,517.7
Exportaciones FOB	8,754.0	10,222.4	10,759.3	11,985.8
No tradicionales	4,047.0	4,707.9	4,708.0	5,270.8
Tradicionales	4,706.6	5,514.5	6,051.3	6,715.0
Hidrocarburos	1,318.2	2,185.0	2,893.7	3,240.4
Café	1,990.1	1,831.7	1,697.5	1,881.9
Carbón	552.8	594.5	854.1	981.2
Ferroníquel	118.8	185.0	168.1	222.0
Oro	304.6	266.2	266.1	209.2
Esmeraldas	422.1	452.2	171.8	180.4
Importaciones	11,040.0	12,921.1	12,757.5	13,503.5
Bienes de consumo	2,151.0	2,485.2	1,896.2	2,077.6
Bienes intermedios	4,380.0	5,659.8	5,874.3	6,118.8
Combustibles	272.7	264.1	412.4	248.3
Otros	4,107.3	5,395.7	5,371.9	5,870.5
Bienes de capital	4,509.0	4,776.1	5,077.0	5,307.2
Balanza de servicios	-1,624.0	-2,388.1	-3,175.5	-3,533.1
Servicios no financieros	-323.0	-160.1	218.3	-459.0
Ingresos	2,604.8	3,455.4	3,901.3	3,173.9
Egresos	2,928.2	3,295.3	3,683.0	3,632.9
Servicios financieros	-1,706.0	-2,548.2	-3,393.9	-3,507.7
Ingresos	768.8	962.1	591.5	765.9
Egresos	2,475.2	3,510.3	3,985.3	4,273.6
Intereses	1,387.1	1,879.9	2,151.7	2,215.9
Utilidades y dividendos	1,088.1	1,630.4	1,833.6	2,057.7
Transacciones petroleras	406.0	317.0	568.7	433.6
Transferencias netas	862.0	678.6	488.9	496.9
Cuenta de capital	2,999.0	5,183.0	6,165.2	5,101.0
Capital de largo plazo	3,562.0	3,827.9	7,006.6	5,823.1
Inversión directa neta	1,450.5	2,217.1	3,316.0	2,600.5
Inversión de cartera neta		35.8	1,574.1	1,400.0
Endeudamiento externo neto	2,146.6	1,329.7	1,747.3	1,643.8
Privado	2,337.6	1,647.7	1,863.3	1,100.2
Público	-191.0	-318.0	-116.0	543.6
Aportes organismos internacionales.	-35.6	-88.4	-37.3	-40.0
Arrendamiento financiero		333.7	406.5	218.8
Capital de corto plazo	-562.0	1,355.1	-841.4	-722.1
Endeudamiento neto	829.6	1,063.2	-26.3	-100.0
Movimiento de activos en el exterior	-1,391.9	291.9	-815.1	-622.1
Contrapartidas	5.0	2.5	-92.6	0.0
Errores y omisiones	211.0	-434.5	95.2	0.0
Cambio en reservas brutas	167.0	349.6	1,482.9	547.1
Reservas internacionales brutas	7,976.0	8,501.9	9,984.8	10,356.6

Fuente: 1994 y 1995 Banco de la República.
1996 Estimaciones preliminares del Departamento Nacional de Planeación.
1997 y 1999 Proyecciones de Fedesarrollo.

Cuadro 14. INDICADORES DE BALANZA DE PAGOS

	1995	1996	1997
Devaluación real anual fin de año(%)	5.1	-9.4	-1.7
Deuda externa total (US\$ Millones)	24,432.9	27,870.9	28,323.4
Deuda externa total/PIB (%)	30.2	33.4	27.4
Deuda externa neta (US\$ Millones)	15,931.0	17,886.1	18,000.0
Deuda externa neta/PIB (%)	19.7	21.4	17.4
Déficit corriente/PIB (%)	5.4	5.6	4.4
Pago de intereses/exportaciones (%)	18.7	19.7	18.5
Pago de int. y utilidades/exportaciones (%)	34.3	37.2	35.7
Transferencias/PIB (%)	0.8	0.6	0.5
Reservas en meses de importación	7.7	9.1	9.2
Importaciones/PIB (%)	16.0	15.3	13.0

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

III. POLITICA FISCAL 1996-1997

A. Evolución de las finanzas públicas en 1996

La política fiscal ha sido un tema recurrente en el debate económico en los últimos años. Desde el inicio de este gobierno, Fedesarrollo identificó como un problema la orientación que el Salto Social contenía en materia fiscal. El crecimiento acelerado de los gastos en el primer cuatrienio de esta década y los planes de continuar con este ritmo de gastos se presentaba como la causa principal de incoherencia del plan macroeconómico para el período 1995-1998. Pese a todas las advertencias, el crecimiento del gasto público continuó y en la medida en que éste no estuvo acompañado por un incremento en los ingresos corrientes de igual proporción, se tradujo en niveles de déficits crecientes, que han tenido que ser financiados mediante un mayor endeudamiento público. El saldo de la deuda del sector central representó el 16% del PIB en 1995 y el 16.7% en 1996, y se estima que alcance el 17.4% del PIB en 1997 (Gráfico 12).

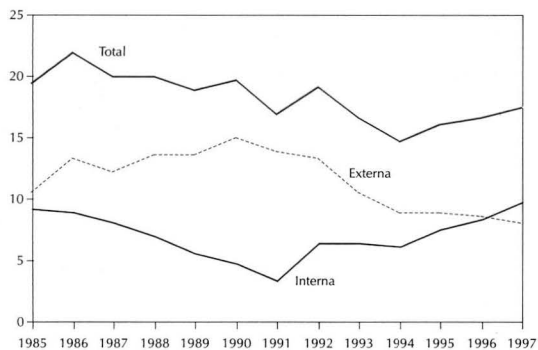
1. Presupuesto 1996

Antes de analizar las operaciones efectivas del gobierno central es importante mirar el resultado presupuestal de 1996. Tal como se puede observar en el Cuadro 15, tanto en 1995 como en 1996, la ejecución del Presupuesto General de la Nación resultó siendo mayor que la aprobación hecha inicialmente por el Congreso. En estos dos años, los excesos ascendieron a \$756 millardos y \$1.05 billones, respectivamente, 3.7% y 4.3% sobre el presupuesto original.

Este problema es especialmente grave a nivel del presupuesto del gobierno central. Tal como se muestra en el Cuadro 16, el presupuesto de gastos del gobierno central aumentó 44% en 1996, resultado de los aumentos de 100.4% y 55.3%, respectivamente, en el servicio de la deuda y la inversión.

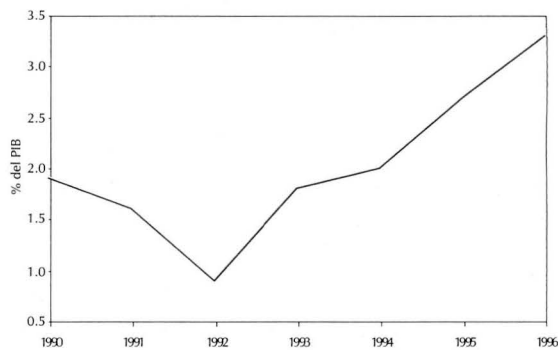
En la medida en que los presupuestos aprobados han sido muy superiores a la capacidad de pago de la administración, se ha ido acumulado un nivel de rezago alto, el cual llegó a 3.3% del PIB

Gráfico 12. SALDO DE LA DEUDA DEL SECTOR CENTRAL (% del PIB)



Fuente: Contraloría y cálculos de Fedesarrollo.

Gráfico 13. REZAGO PRESUPUESTAL (% del PIB)



Fuente: Comisión de Racionalización del Gasto Público.

en 1996, frente a 2.7% en 1995. En estos dos años, el rezago se concentró en inversión. De un monto de compromisos de inversión en 1995 de 4.3% del PIB, se dejó pendiente de ejecución un 60%. Para 1996, el porcentaje fue de igual proporción (Gráfico 13). El nivel de rezago

acumulado en 1996, le impone una restricción muy importante al ajuste fiscal vía reducción de pagos en inversión en 1997. La única manera de ajustar el presupuesto a la capacidad real de pagos es mediante la reducción de las apropiaciones.

Cuadro 15. PRESUPUESTO GENERAL DE LA NACION
\$ Millones

	1995			1996		
	Inicial	Final	95/94	Inicial	Final	96/95
Total ingresos	20,626,600	21,346,998	24.5	23,584,629	24,734,538	15.9
Ingresos corrientes	13,212,676	13,588,140	27.1	13,103,224	13,613,346	0.2
Recursos de capital	6,403,687	6,751,984	14.8	9,455,290	9,923,362	47.0
Rentas parafiscales	1,010,237	1,006,874	74.4	1,026,115	1,197,830	19.0
Presupuesto pagos	20,565,342	21,328,013	24.5	24,014,033	25,064,521	17.5
Funcionamiento	11,696,524	12,300,924	28.9	12,613,559	13,200,947	7.3
Servicio de la deuda	2,978,792	2,924,206	-11.4	5,125,640	5,270,672	80.2
Inversión	5,890,026	6,102,883	42.5	6,274,834	6,592,902	8.0
Balance presupuestal	61,258	18,985		-429,404	-329,983	

Fuente: Contraloría General y Ministerio de Hacienda.

2. Operaciones efectivas del gobierno central 1996

El Plan Macroeconómico para 1996 estimaba un déficit fiscal de 2.9% del PIB (con privatizaciones) para el gobierno central y de 0.6% del PIB para el sector público consolidado. El resultado final fue un déficit del gobierno central de 3.46% después de privatizaciones y un déficit del sector público consolidado del 2.0% del PIB.

En términos generales, el incremento del déficit fiscal en 1996 obedeció a la caída de los ingresos. Los resultados de operaciones efectivas del gobierno central en el año, muestran una reducción de los ingresos corrientes de \$527 millardos, entre la programación inicial y el resultado definitivo, mientras que el gasto total muestra un incremento de \$59 millardos con respecto a la meta establecida en el plan financiero (Cuadro 17).

Para financiar el gasto, el gobierno incurrió en un mayor endeudamiento, especialmente en el

mercado interno, donde el principal prestamista, al igual que en el año anterior, fue el Seguro Social. Mediante esta estrategia el gobierno central buscó aminorar los posibles efectos del aumento de divisas sobre la tasa de cambio. Sin embargo, la mayor presencia del gobierno en el mercado interno no sólo pone un piso a las tasas de interés, sino que desplaza al sector privado, el cual a su vez tiene que endeudarse en el exterior, con el consecuente efecto sobre la tasa de cambio.

3. Sector público consolidado 1996

El deterioro continuo de las finanzas del gobierno central se reflejó en un déficit del sector público consolidado de 2% del PIB en 1996. Como se observó en el punto anterior, la causa de este empeoramiento fue el gobierno central, cuyo déficit en el año ascendió a 4.3% sin privatizaciones. Este déficit fue en parte subsanado por el superávit de 2.27% del PIB que presentó la seguridad social en el año. (Cuadro 18)

Cuadro 16, PRESUPUESTO GOBIERNO CENTRAL
\$ Millones

	1995			1996		
	Inicial	Final	95/94	Inicial	Final	96/95
Total ingresos	15,165,963	15,120,207	20.9	20,675,110	21,518,165	42.3
Ingresos corrientes	8,142,833	8,030,779	20.9	10,500,243	10,852,901	35.1
Recursos de capital	6,012,893	6,082,554	14.9	9,148,752	9,467,434	55.6
Rentas parafiscales	1,010,237	1,006,874	74.4	1,026,115	1,197,830	19.0
Presupuesto pagos	15,165,962	15,162,194	21.2	21,104,514	21,848,175	44.1
Funcionamiento	9,455,642	9,446,449	27.5	11,380,088	11,789,427	24.8
Servicio de la deuda	2,664,833	2,616,243	-13.9	5,106,090	5,244,204	100.4
Inversión	3,045,487	3,099,502	50.0	4,618,335	4,814,544	55.3
Balance presupuestal	1	-41,987		-429,404	-330,010	

Fuente: Contraloría General y Ministerio de Hacienda.

Cuadro 17. OPERACIONES EFECTIVAS GOBIERNO CENTRAL
(\$Millardos)

Cuentas	1995	1996		Variación %	
	Definitivo	Plan financiero	Revisión abril	Final	96/95
Ingresos totales	9,524	12,532	12,505	12,005	26.1
Ingresos Tributarios	8,230	11,033	10,967	10,172	23.6
Otros Ingresos	1,294	1,499	1,538	1,833	41.7
Pagos totales	11,290	15,726	15,459	15,575	38.0
Pagos corrientes	9,544	13,459	13,262	13,047	36.7
Intereses	1,036	2,069	2,022	1,879	81.3
Intereses Deuda Externa	383	527	570	467	21.8
Intereses Deuda Interna	653	1,543	1,452	1,411	116.2
Otros	8,508	11,390	11,240	11,169	31.3
Servicios Personales	2,072	2,598	2,535	2,551	23.1
Transferencias	5,704	7,923	7,846	7,764	36.1
Resto	732	869	859	853	16.6
Pagos de capital	1,746	2,267	2,197	2,528	44.8
Formación Bruta de Capital	1,746	2,267	2,197	2,316	32.7
Otros				212	-
Recortes por especificar		207	0	0	
Superávit (Déficit) Real	-1,766	-2,987	-2,954	-3,570	102.1
Préstamo neto	172	250	250	173	-0.8
Superávit (Déficit)	-1,938	-3,237	-3,204	-3,743	93.2
Financiamiento	1,938	3,237	3,204	3,743	93.2
Crédito Externo Neto	223	808	947	1,080	384.2
Desembolsos	848	1,634	1,774	1,820	114.6
Amortizaciones	625	827	827	740	18.4
Crédito Interno Neto Contratado	1,756	1,074	913	1,791	2.0
Desembolsos	2,511	3,645	3,644	3,874	54.3
Amortizaciones	755	2,571	2,731	2,083	175.8
Otros Recursos	457	687	676	306	-33.1
Privatizaciones	6	668	668	747	12346.3
Faltantes (-Excedentes) de Caja	-504	1	0	-180	-
Déficit en PIB sin Privatizaciones	-2,68			-4,32	61.6
Déficit en PIB con Privatizaciones	-2,67			-3,46	29.7
Ahorro Primario PIB sin Privatizaciones	-0,03			-1,20	42.7

Fuente: Confis, cálculos de Fedesarrollo.

Cuadro 18. EVOLUCION DEL BALANCE FISCAL DEL SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO

Entidad	1995		1996	
	\$Miles de millones	% del PIB	\$Miles de millones	% del PIB
Sector eléctrico	323	0.4	70	0.1
Ecopetrol	-51	-0.1	-282	-0.3
Carbocol	-7	0.0	72	0.1
Telecom	-142	-0.2	61	0.1
Metro Medellín	-130	-0.2	-51	-0.1
Resto entidades	126	0.2	10	0.0
Total seguimiento financiero	119	0.2	-120	-0.1
Seguridad social	1.622	2.2	2.055	2.4
Regional y local	-87	-0.1	-154	-0.2
Entidades no incluidas	38	0.1	118	0.1
Total diferente sistema financiero	1.573	2.2	2.019	2.3
Fondo Nacional del Café	-181	-0.2	73	0.1
Gobierno Central	-1.766	-2.4	-3.743	-4.3
Total	-257	-0.4	-1.771	-2.0

Fuente: Confis, y cálculos Fedesarrollo.

El Fondo Nacional del Café, por su parte, se recuperó ligeramente, al pasar de un déficit de 0.2% del PIB en 1995 a un superávit de 0.1% en 1996. El comportamiento de los precios externos en el segundo semestre del año contribuyó significativamente a este resultado.

Ecopetrol presentó un déficit de 0.29% del PIB en 1996. En este caso, los buenos resultados del crecimiento moderado del volumen exportado y el alza de los precios del petróleo no fueron suficientes para conducir a esta empresa a una situación superavitaria. Por otra parte, el impacto del Fondo de Estabilización Petrolero se está perdiendo en la medida en que el mayor endeudamiento del gobierno central termina anulando el efecto de ahorro que genera el Fondo.

Finalmente, las entidades regionales y locales mantuvieron su posición deficitaria. El que no se haya producido un deterioro en este rubro obedeció al importante superávit de Santafé de Bogotá.

B. Finanzas públicas 1997

El año empezó con una serie de mensajes contradictorios. En las declaraciones oficiales de comienzos de año se afirmaba que 1997 sería el año de la recuperación. No obstante, no habían pasado quince días del nuevo año, cuando el gobierno declaró el Estado de Emergencia Económica y Social (Decreto 80' de enero de 1997)¹. Mediante ésta, el gobierno buscó conjurar la crisis fiscal y cambiaría a través de un impuesto al endeudamiento externo, así como

de otras medidas de carácter tributario orientadas a la reducción de la evasión y el contrabando. Posteriormente, en marzo de 1997, la Corte Constitucional declaró inexecutable el decreto por medio del cual se declaró la Emergencia Económica. La respuesta inmediata del gobierno fue elevar temporalmente los aranceles, mientras que presenta un nuevo proyecto de reforma tributaria al Congreso.

El Plan financiero de 1997 prevé un déficit del sector público consolidado consistente con las metas macroeconómicas de 1.1% del PIB, después de privatizaciones. Con la caída de la emergencia económica el déficit estimado para el año es actualmente de 1.6%. Adicionalmente, dentro de los compromisos del plan financiero, el gobierno se comprometió a mantener el crecimiento del gasto público del gobierno central en un 23%, descontando el pago de intereses. Sin embargo, la posibilidad de darle cumplimiento a esta meta depende en gran medida de que se detenga la presión que aún existe sobre los ajustes salariales y se haga una revisión a fondo del programa de pagos.

El debate fiscal en este año se está concentrando más en la forma de cómo financiar los gastos presupuestados que en el problema inmediato del nivel de gasto público. Por otra parte, el énfasis que se está dando sobre reformas tributarias, incremento de los aranceles y endeudamiento no se ocupa del problema estructural que requiere de medidas inmediatas para brindar un panorama económico que permita una recuperación del sector productivo.

1. Presupuesto General 1997

El Presupuesto General de la Nación prevé un crecimiento de los ingresos del 21% y un

crecimiento de los gastos de 21.2% en 1997. Esta diferencia inicial del presupuesto se debe a que en el mismo aún no se han incorporado los Bonos de Seguridad (Cuadro 19).

Si bien el crecimiento del presupuesto en 1997 es moderado, cuando se analiza el aumento del presupuesto general entre 1994 y 1997 se observa un incremento de los pagos totales superior a la inflación acumulada de los tres años, la cual se estima en 71% bajo el supuesto de que en 1997 se cumpla la meta de inflación del 18%. En este período, el servicio de la deuda crece 124%, mientras que la inversión que es la variable discrecional en el proceso presupuestal aumenta 82%. Unicamente, los gastos de funcionamiento crecen por debajo de la inflación del período (59%), lo cual no representa un gran esfuerzo, ya que es en éstos donde se concentran las rigideces legales.

En 1997, contrario a lo observado en materia presupuestal en 1996, el gobierno sí hizo un esfuerzo por reducir el crecimiento del presupuesto general. A este esfuerzo se suma la reducción de las apropiaciones presupuestales por \$1.3 billones realizadas a raíz de las nuevas disposiciones de la Ley de Racionalización Fiscal. No obstante, la carga del crecimiento acelerado de los presupuestos de los últimos años es tan grande frente al esfuerzo que se está haciendo en este año, que no solo no equilibra el presupuesto, sino que en el mismo, el servicio de la deuda aumenta el 40% en 1997.

2. Presupuesto del gobierno central 1997

Al analizar el presupuesto del gobierno central para 1997 que aparece en el Cuadro 20, se observa igualmente un crecimiento del mismo en 1997 inferior al de los dos últimos años. Los

Cuadro 19, PRESUPUESTO GENERAL DE LA NACION
(\$ Millones)

	1996	1997		
	Final	Decreto	97/96	97/94
Total ingresos	24,734,538	29,926,353	21.0	74.5
Ingresos corrientes	13,613,346	15,861,634	16.5	48.4
Recursos de capital	9,923,362	11,346,136	14.3	92.9
Rentas parafiscales	1,197,830	2,718,583	127.0	370.9
Presupuesto pagos	25,064,521	30,366,353	21.2	77.3
Funcionamiento	13,200,947	15,152,503	14.8	58.7
Servicio de la deuda	5,270,672	7,413,336	40.7	124.5
Inversión	6,592,902	7,800,514	18.3	82.2
Balance presupuestal	-329,983	-440,000		

Fuente: Contraloría General y Ministerio de Hacienda.

gastos totales se incrementan 22.7%, siendo el servicio de la deuda el que presenta el mayor aumento, 40.7%.

El presupuesto de ingresos se incrementa en un 22.6%, dentro de los cuales, los ingresos corrientes presentan un aumento de 26.2%. Los ingresos corrientes presupuestados en \$13.7 billones superan ampliamente los proyectados en las operaciones efectivas de caja, de \$12.4 billones. Aun en el caso de que el gobierno obtuviera recursos tributarios equivalentes a los dejados de percibir por la caída de la emergencia económica, -\$450 millardos-, las proyecciones arrojan un faltante sobre lo presupuestado.

La reducción del presupuesto del gobierno central, por un monto superior a \$1 billón de pesos, se concentró en gastos presupuestados con endeudamiento, lo cual no alivia el faltante de ingresos corrientes. Si a esto se le agrega que el gobierno se verá obligado a incrementar la apropiación de gastos de funcionamiento por un

monto cercano a los \$400 millardos, dado el incremento salarial por encima de lo que se presupuestó, claramente existe la necesidad de ajustar el presupuesto de gastos para mantenerse dentro de las metas del plan financiero.

La proyección de menores ingresos corrientes que los presupuestados, la dificultad y demora para aumentar impuestos y la herencia de un rezago presupuestal de 3.3% hacen necesario que se reduzca el presupuesto de gastos a fin de limitar la capacidad del gobierno de comprometer gastos para los cuales no existe una manera de financiación consistente con el plan financiero.

Si el crecimiento del presupuesto general en el período 1994-1997 ha sido alto, el correspondiente al gobierno central es aún mayor. Con una inflación proyectada para este período en 71%, el gasto total se ha incrementado 43 puntos porcentuales por encima de esta cifra. Los gastos de funcionamiento se han aumentado quince puntos por encima de la inflación y la inversión

Cuadro 20, PRESUPUESTO GOBIERNO CENTRAL
(\$ Millones)

	1996	1997		
	Final	Decreto	97/96	97/94
Total ingresos	21,518,165	26,376,752	22.6	110.8
Ingresos corrientes	10,852,901	13,700,074	26.2	106.3
Recursos de capital	9,467,434	11,037,013	16.6	108.5
Rentas parafiscales	1,197,830	1,639,665	36.9	184.0
Presupuesto pagos	21,848,175	26,816,751	22.7	114.4
Funcionamiento	11,789,427	13,779,402	16.9	86.0
Servicio de la deuda	5,244,204	7,377,373	40.7	142.9
Inversión	4,814,544	5,659,976	17.6	174.0
Balance presupuestal	-330,010	-439,999		

Fuente: Contraloría General y Ministerio de Hacienda.

en más de cien puntos. Claramente el incremento del rezago presupuestal, el cual alcanzó 3.3% del PIB en 1996, es producto del rápido crecimiento de las apropiaciones, por encima de la capacidad de ejecución y consistencia financiera del presupuesto y del plan de desarrollo.

De esta revisión del presupuesto del gobierno central se hace evidente la necesidad de que el presupuesto de gastos de 1998 se incremente por debajo de la inflación, es decir que se reduzca en términos reales. La continuación, incluso parcial, de las metas de inversión del plan de desarrollo comprometerían aún más la situación fiscal.

El gobierno está propiciando el tema de una nueva reforma tributaria a raíz de la fallida emergencia económica. En términos presupuestales y de operaciones efectivas, el alcance de la medida es cuestionable tal como veremos más adelante. Si bien Fedesarrollo opina que es necesario eliminar las excesivas exenciones

tributarias contempladas en el estatuto tributario, en especial, las que se le otorgaron a la zona ampliada del Río Paéz, esta reforma no es una solución de ajuste fiscal ni en el corto ni el largo plazo. Solamente una revisión a fondo de las causas del creciente deterioro de las finanzas públicas (concentradas en los gastos) lograrán ese objetivo.

Igualmente, es necesario que para 1998 se implemente la norma de debitar automáticamente los montos de rezago presupuestal de las apropiaciones del presupuesto de ese año. La necesidad de imponer disciplina a la ejecución presupuestal, así como coherencia con las capacidades financieras del Estado son labores prioritarias.

3. Operaciones efectivas del gobierno central 1997

Las proyecciones de operaciones de caja del gobierno central muestran un crecimiento muy significativo del déficit y del desahorro en 1997.

El nivel del déficit proyectado supera los \$5 billones, 4.72% del PIB, y el desahorro pasa de 1.2% del PIB a 1.87% entre 1996 y 1997 (Cuadro 21).

El creciente deterioro de las operaciones de caja del gobierno central tiene su explicación, en buena parte, en los problemas de apropiación de gastos anotados anteriormente. Adicionalmente, el desenvolvimiento de la economía en 1996 deterioró el crecimiento de los impuestos, inclusive después del incremento de la tarifa de IVA establecido en la reforma tributaria de diciembre de 1995. Para 1997, las proyecciones de los ingresos corrientes, sin reformas adicionales, se pueden calificar como optimistas. El crecimiento de estos ingresos en 1996, en especial en los del IVA, se debió al nuevo sistema de retenciones. Para este año, este factor ya no existirá, razón por la cual hay que esperar un crecimiento inferior al proyectado. Igualmente, las medidas adoptadas recientemente de incremento temporal de aranceles, incidirán negativamente sobre el crecimiento de las importaciones, lo cual se reflejará en un recaudo menor que el esperado.

Todo esto lleva a una gran fragilidad de las operaciones efectivas en 1997. En la actualidad, no hay margen para errores y, sin embargo, el plan de manejo de las finanzas no prevé ningún espacio de maniobra. Fedesarrollo considera que es necesario reducir la meta de pagos al igual que el presupuesto a fin de no incurrir en un déficit mayor. De por sí, en este momento, las proyecciones del déficit consolidado del sector público sobrepasan la meta de 1.1% del PIB, contemplada en el plan financiero.

La meta de crecimiento del gasto del 23%, descontando intereses, es a todas luces inconsistente con la incertidumbre que existe con respecto a los recaudos. Igualmente, las operacio-

nes efectivas muestran un menor valor de recursos provenientes de privatizaciones al contemplado en el presupuesto. Esto se debe a que no se espera que se realice la venta de la participación del gobierno en El Cerrejón, lo que debería reportar ingresos por lo menos de \$600 millardos. Es necesario que el gobierno agilice su plan de privatizaciones a fin de obtener estos recursos y disminuir así las presiones de endeudamiento.

Las limitaciones impuestas al proceso de concesiones en los acuerdos laborales con varios sindicatos están incidiendo negativamente sobre las finanzas públicas y, lo que es más grave aún, sobre la calidad y eficiencia de los servicios públicos en áreas tan críticas, para la modernización de la economía, como son las telecomunicaciones. El gobierno debe dar los pasos necesarios para que estas restricciones no se conviertan en verdaderos cuellos de botella del desarrollo económico.

La discusión sobre una reforma tributaria que se concentre exclusivamente en los efectos de recaudo en 1997, en lugar de constituirse en un debate que solucione en parte los problemas financieros, llevará al aplazamiento de la discusión sobre el ajuste de gastos. Es necesario que se revise el estatuto tributario. Dentro de los temas que deben discutirse figura la generalización del IVA a cambio de una reducción moderada de la tasa. Esto con el fin de eliminar las distorsiones que genera el sistema actual y, por otra parte, generar las condiciones para disminuir la evasión tributaria. Igualmente se debe revisar el sistema de descuentos y exenciones tributarias previstas en el impuesto de renta. Sin embargo, si el abordar el tema de reforma tributaria implica posponer la toma de decisiones sobre la estructura y condiciones del gasto público, esto termina siendo un resultado contrario al objetivo de fortalecer las finanzas del gobierno central.

Cuadro 21. EVOLUCION DE LAS OPERACIONES EFECTIVAS DEL GOBIERNO CENTRAL

Cuentas	1996		1997*		97/96
	\$ Miles de millones	% del PIB	\$ Miles de millones	% del PIB	
Ingresos totales	12,005	13.87	14,504	13.49	20.8
Ingresos tributarios	10,172	11.75	12,485	11.61	22.7
Directos	3,856	4.45	4,723	4.39	22.5
Indirectos	6,316	7.30	7,737	7.20	22.5
Racionalizacion tributaria	0	0.00	25	0.02	-
Gestion	0	0.00	0	0.00	-
Otros Ingresos	1,833	2.12	2,019	1.88	10.1
Pagos totales	15,575	17.99	19,386	18.03	24.5
Pagos corrientes	13,047	15.07	16,511	15.36	26.5
Intereses	1,879	2.17	2,538	2.36	35.1
Intereses deuda externa	467	0.54	681	0.63	45.7
Intereses deuda interna	1,411	1.63	1,857	1.73	31.6
Otros	11,169	12.90	13,973	13.00	25.1
Servicios personales	2,551	2.95	3,138	2.92	23.0
Transferencias	7,764	8.97	9,563	8.90	23.2
Entes territoriales	4,184	4.83	5,027	4.68	20.2
Otras transferencias	3,580	4.14	4,536	4.22	26.7
Resto	853	0.99	1,272	1.18	49.1
Pagos de capital	2,528	2.92	2,875	2.67	13.7
Formación bruta de capital	2,316	2.68	2,875	2.67	24.1
Otros	212	0.24			
Superávit (Déficit) real	-3,570	-4.12	-4,882	-4.54	36.8
Préstamo neto	173	0.20	197	0.18	14.2
Superávit (Déficit)	-3,743	-4.32	-5,080	-4.72	35.7
Financiamiento	3,743	4.32	5,080	4.72	35.7
Credito externo neto	1,080	1.25	976	0.91	-9.6
Desembolsos	1,820	2.10	1,766	1.64	-3.0
Amortizaciones	740	0.86	789	0.73	6.7
Credito interno neto contratado	1,791	2.07	2,818	2.62	57.3
Desembolsos	3,874	4.48	6,257	5.82	61.5
Amortizaciones	2,083	2.41	3,439	3.20	65.1
Otros Recursos	306	0.35	389	0.36	27.3
Privatizaciones	747	0.86	477	0.44	-36.2
Faltantes o (Excedentes) de caja	-180	-0.21	419	0.39	-332.8
Déficit en PIB con privatizaciones		-3.46		-4.28	23.69
Ahorro Primario PIB sin privatizaciones		-1.20		-1.87	55.04

*1997 se presenta sin incluir los ingresos provenientes de reformas tributarias en discusión.

Fuente: Confis.

4. Sector público consolidado 1997

Para 1997, el Seguro Social, que es la entidad que ha actuado como el principal financiador del déficit del gobierno central, presenta un decrecimiento de sus excedentes de caja. Se proyecta que el ISS pase de un superávit de 2.27% del PIB en 1996 a 1.6% en 1997. Este patrón de comportamiento continuará en los próximos años. Al finalizar la década, el Seguro será deficitario, teniendo que redimir sus inversiones en títulos del gobierno central para cubrir su operación (Cuadro 22).

El menor superávit del ISS, el incremento del déficit de gobierno central y el déficit de Ecopetrol resultan en un aumento del déficit del sector público consolidado de 2% del PIB en 1996 a 2.8% en 1997. Si bien el Fondo Nacional del

Café presenta un incremento de su posición superavitaria, éste no alcanza a compensar el deterioro prácticamente generalizado de las entidades públicas no financieras.

Como se puede colegir del análisis anterior, la posición fiscal para 1997 es complicada. La viabilidad de las metas del Plan Financiero se fundamentan en que se cumplan las metas fiscales. Los riesgos que existen con respecto al comportamiento de los ingresos, el rezago presupuestal, producto de un crecimiento desmedido de los presupuestos en los últimos años, y el bajo crecimiento económico en este año hacen necesario que el gobierno adquiera cierto margen de maniobra, lo cual es posible únicamente mediante una reducción significativa del gasto público.

Cuadro 22. EVOLUCION DEL BALANCE FISCAL DEL SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO

Entidad	1996		1997	
	\$Miles de millones	% del PIB	\$Miles de millones	% del PIB
Sector eléctrico	70	0.1	242	0.2
Ecopetrol	-282	-0.3	-272	-0.3
Carbocol	72	0.1	46	0.0
Telecom	61	0.1	27	0.0
Metro Medellín	-51	-0.1	-109	-0.1
Resto de entidades	10	0.0	41	0.0
Total seguimiento financiero	-120	-0.1	-25	0.0
Seguridad social	2,055	2.4	1,734	1.6
Regional y local	-154	-0.2	-177	-0.2
Entidades no incluidas	118	0.1	177	0.2
Total diferente sistema financiero	2,019	2.3	1,734	1.6
Fondo Nacional del Café	73	0.1	366	0.3
Gobierno Central	-3,743	-4.3	-5,080	-4.7
Total	-1,771	-2.0	-3,005	-2.8

Fuente: Confis, cálculos de Fedesarrollo.

Informes de Actualidad

CUADERNOS DE ECONOMIA

Año 33

Diciembre 1996

Nº 100

SUMARIO

DETERMINANTES DE LA POBREZA RURAL EN CHILE: PROGRAMAS PÚBLICOS DE EXTENSIÓN Y CRÉDITO, Y OTROS FACTORES <i>Ramón López</i>	321
DESCENTRALIZACIÓN Y EQUIDAD: EL CASO DE LOS SERVICIOS SOCIALES EN CHILE <i>Osvaldo Larrañaga J.</i>	345
REGULACIÓN PESQUERA EN CHILE: UNA PERSPECTIVA HISTÓRICA <i>Julio Peña T.</i>	367
ELASTICIDADES DE DEMANDA DE SERVICIO TELEFÓNICO BÁSICO EN ARGENTINA <i>Manuel Angel Abdala, José Luis Arrufat Rinaldo Antonio Colomé Angel Enrique Neder</i>	397
ITALIAN PRIVATIZATIONS IN INTERNATIONAL PERSPECTIVE <i>Andrea Goldstein Giuseppe Nicoletti</i>	425
LA TASA NATURAL DE CRECIMIENTO DE LA ECONOMÍA CHILENA: 1985-1996 <i>Rómulo A. Chumacero Jorge A. Quiroz</i>	453

INSTITUTO DE ECONOMIA PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATOLICA DE CHILE

PRECIO SUBSCRIPCION ANUAL 1996 (CUATRIMESTRAL)

Chile	\$	10.000	
América Latina	US\$	40	(incluye envío aéreo)
Europa y USA	US\$	48	(incluye envío aéreo)

NUMEROS SUELTOS O ATRASADOS

Chile	\$	3.500	
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

Cuadernos de Economía
Pontificia Universidad Católica de Chile
Derechos reservados
Inscripción Nº 63.967
(autorizada su reproducción con mención de las fuentes)

El tipo de cambio real y la cuenta corriente de la balanza de pagos de largo plazo en Colombia*

Santiago Herrera Aguilera

I. INTRODUCCION

Este documento pretende averiguar si el actual tipo de cambio real en Colombia es sostenible en el largo plazo, interrogante que debe resolverse conjuntamente con el de si la cuenta corriente de la balanza de pagos es financiable o no. En este orden de ideas, el trabajo se divide en dos capítulos, siendo el primero el de la cuenta corriente. En este primer capítulo se buscan tres cosas: primero, ver si la economía colombiana se caracteriza por acceso restringido al financiamiento externo; segundo, se examinan qué tipo de decisiones subyacen los déficits en la cuenta corriente, y finalmente se construye un "benchmark" con el cual se compara si el resul-

tado observado es excesivo o no. En el segundo capítulo se estudia el tópico del tipo de cambio real sostenible en el largo plazo utilizando dos enfoques. El primero consistente en el análisis univariado de la serie histórica, descomponiéndola en sus partes cíclica y permanente, interpretando el segundo componente como el de equilibrio alrededor del cual gravita la tasa de cambio real observada. El segundo enfoque se basa en el análisis multivariado de los determinantes del tipo de cambio real, con el objeto de inferir si la trayectoria observada es una de equilibrio en el sentido de que guarda una correspondencia con el comportamiento de un conjunto de variables que distintos modelos encuentran significativas.

II. LA CUENTA CORRIENTE SOSTENIBLE

Es importante explorar este tema ya que si en algún momento la cuenta corriente no fuese financiable, sobrevendría un ajuste en el precio relativo de los bienes transables en términos de los no transables. Puesto que el problema es esencialmente uno de financiamiento, se revisará en la primera sección

* Esta es una versión revisada de un documento preparado para la Junta Directiva del Banco de la República en octubre de 1996. Se agradecen comentarios de Alberto Carrasquilla, Marta Misas, Luis F. Melo, Hugo Oliveros y los miembros de la Junta Directiva del Banco de la República a versiones anteriores de este documento. Igualmente se agradece el financiamiento del Banco de la República.

el tema de la movilidad de capitales. En la segunda sección se verá cuáles son los determinantes de la cuenta corriente de la balanza de pagos, es decir, se estudiará qué tipo de decisiones por parte de los operadores económicos son las que generan los déficit en dicha cuenta. Finalmente, en la tercera sección se analizará el tópico del nivel óptimo de la cuenta corriente.

A. Movilidad de capitales en Colombia

Cuando se revisa la literatura sobre este tema, generalmente el punto de partida es la prueba diseñada por Feldstein y Horioka (1980) (ver, por ejemplo, Obstfeld y Rogoff (1995)). Dicha prueba consiste en examinar la relación entre el ahorro y la inversión domésticos, con la hipótesis de que si el coeficiente de regresión entre las dos variables es igual a uno no habría movilidad de capitales ya que la inversión estaría financiada por ahorro doméstico. Sachs (1983) propuso una variante de esta prueba planteando el análisis de la relación entre la cuenta corriente (ahorro externo) y la inversión doméstica bajo la hipótesis de que, con perfecta movilidad de capitales, el coeficiente de regresión debe ser estadísticamente significativo y cercano a uno.

En Colombia este enfoque acerca del tema de movilidad de capitales nunca recibió mayor atención, aunque hay toda una colección de ensayos sobre el tema (Cárdenas y Garay, 1992) que coinciden, en su mayoría, encontrando una importante movilidad de capitales. Este hecho es explicable tal vez por el reducido número de observaciones, por la falta de oportunidad o fiabilidad en los datos provenientes de las Cuentas Nacionales o simplemente por un excesivo interés de explicar algo que se pensaba era un fenómeno coyuntural acaecido a comienzos de los años noventa. Sólo un trabajo aventuró en esta direc-

ción (Herrera, 1991), aunque con algunos inconvenientes que se señalan más adelante. Un trabajo reciente de Cárdenas y Escobar (1996) replica el ejercicio de Herrera (1990) pero con información desde 1925 y encuentra los mismos resultados.

Para abordar un tema de sostenibilidad en el largo plazo, es preciso trabajar con una metodología e información consistentes con este horizonte temporal. En lo que se refiere al tipo de información disponible para largos períodos de tiempo en Colombia, la proveniente de las Cuentas Nacionales (ahorro-inversión) es la más apropiada. En cuanto a la metodología, se emplearán las pruebas de Feldstein y Horioka por ser éstas más comunes en la literatura internacional, aunque con tres variantes con respecto a trabajos anteriores para el caso colombiano: de una parte, Roubini (1988) muestra cómo las pruebas de Feldstein-Horioka están mal especificadas al no controlar por el déficit fiscal. En segundo lugar, Obstfeld y Rogoff (1995) señalan cómo las cifras de ahorro (interno y externo) deberían ser ajustadas por ganancias de capital, ya que son estas cifras, y no las de la contabilidad nacional, las que reflejan cambios en la riqueza de los agentes económicos. En tercer lugar, se efectuarán las pruebas con las series de López, (1996) ya que hace los ajustes pertinentes por las pérdidas o ganancias de capital. También, en lo que a metodología se refiere, se examinará la existencia de relaciones de largo plazo entre las variables efectuando el análisis de cointegración.

Así, con base en las series anuales para el período 1951-1993, se realizaron las pruebas de Feldstein-Horioka y Sachs en varias etapas para poder identificar las fuentes de las posibles diferencias con resultados anteriores (por ejemplo, debido al cambio en las series utilizadas, o la ampliación

del período muestral, o al ajuste por las ganancias de capital o a la inclusión del déficit fiscal como variable de control). Todas las regresiones se corrieron con las respectivas variables como proporción del PIB (Anexo 1)¹.

La regresión para efectuar la prueba de Feldstein-Horioka es:

$$LS \ S/Y \ c \ I/Y \ DEF/Y \quad (1)$$

donde: S= ahorro total (público y privado)

Y= PIB

I= inversión total

DEF= déficit fiscal

Las regresiones se corrieron con las variables de las cuentas nacionales y con las cifras ajustadas por pérdidas y ganancias de capital (STOAJPIB). Se utilizaron las cifras de ahorro público ajustado por ganancias de capital (SPUAJPIB) como proxy del (negativo del) déficit fiscal ajustado. Los resultados son satisfactorios ya que no se presentan grandes diferencias según se utilicen las cifras ajustadas (por ganancias de capital) o no, o según se incluya el déficit o no. Para resumir la exposición sólo se hará referencia a los resultados de las regresiones con las cifras ajustadas e incluyendo el déficit fiscal².

¹ Los anexos correspondientes al presente artículo pueden ser consultados directamente con el autor, ya que no se encuentran publicados en esta edición.

² El análisis de cointegración, que es el apropiado para examinar las relaciones de largo plazo entre las variables, fue limitado ya que la serie de inversión tiene una raíz unitaria mientras que la de ahorro resultó ser una serie estacionaria. Por lo tanto, al no ser las series integradas del mismo orden, no podían estar cointegradas, lo que implica que el análisis estadístico tradicional era el apropiado. Igual sucedió con la serie de ahorro externo utilizado en la prueba de Sachs más adelante.

En el Cuadro 1 se verifica la hipótesis de que el coeficiente de la inversión no es significativamente distinto de cero, lo que implica una alta movilidad de capitales. Lo curioso es que el coeficiente del ahorro público ajustado sea tan significativamente mayor que la unidad. Esto significa que, con un aumento del ahorro público de un punto, el ahorro total de la economía aumenta más que proporcionalmente, en 1.7 puntos. Al correr la regresión sin los ajustes por ganancias de capital tampoco se rechaza la hipótesis de que el coeficiente de la inversión sea igual a cero, aunque el coeficiente del ahorro público es igual a uno. Esto implica que aumentos en el ahorro público no son compensados por disminuciones del ahorro privado, confirmando algunos de los resultados de Carrasquilla y Rincón (1990) y contradiciendo las hipótesis de López³.

La prueba de Sachs consiste en correr la siguiente regresión:

$$LS \ SEX/Y \ c \ I/Y \ DEF/Y \quad (2)$$

donde SEX= ahorro externo, y el resto de las variables fueron definidas con anterioridad. Al igual que en el caso del ahorro interno, el ahorro externo también se ajustó por pérdidas (ganancias) de capital (SEXAJPIB). Dicha regresión arroja unos resultados interesantes (Cuadro 2) ya que se obtiene un coeficiente de la inversión altamente significativo, pero su magnitud es la mitad del que se había encontrado anteriormente (Herrera 1991). Llama también la atención el tamaño del

³ También se incluyó como variable explicativa las desviaciones del PIB con respecto a su nivel permanente, pero no resultó significativa. Esto contrasta con los resultados de Ocampo (1988) quien encuentra una asociación positiva y significativa, aunque la metodología de descomposición del PIB es incorrecta.

Cuadro 1. REGRESION DEL AHORRO DOMESTICO Y LA INVERSION DOMESTICA

Variable dependiente: STOAJPB

Muestra: 1952 -1993

Número de observaciones: 42

Variable	Coefficiente	Error estándar	Estadístico t	Probabilidad
C	0.153	0.041	3.744	0.000
INTOPIB	-0.247	0.189	-1.306	0.199
SPUAJPB	1.684	0.178	9.443	0.000
AR(1)	0.492	0.158	3.107	0.004
R ²	0.757	Medio		0.181
R ajustado	0.738	Desviación estándar		0.049
SE de la regresión	0.025	Estadístico F		39.425
Logaritmo	97.572	Probabilidad		0.000
DW	2.053			

STOAJPB: Ahorro Total Ajustado como % del PIB, Anexo 1.

INTOPIB: Inversión Total como % del PIB, Anexo 1.

SPUAJPB: Ahorro Público Ajustado como % del PIB, Anexo 1.

Cuadro 2. REGRESION DEL AHORRO EXTERNO Y LA INVERSION 1952-1993

Variable dependiente: SEXAJPB

Muestra: 1952 -1993

Número de observaciones: 42

Variable	Coefficiente	Error estándar	Estadístico t	Probabilidad
INTOPIB	0.419	0.047	8.935	0.000
SPUAJPB	-1.602	0.162	-9.888	0.000
AR(1)	0.353	0.157	2.246	0.030
R ²	0.768	Media		0.009
R ajustado	0.757	Desviación estándar		0.050
SE de la regresión	0.247	Estadístico F		64.724
Logaritmo	97.344	Probabilidad		0.000
DW	1.9779			

SEXAJPB: Ahorro Externo Ajustado como % del PIB.

INTOPIB: Inversión Total como % del PIB.

SPUAJPB: Ahorro Público como % del PIB.

coeficiente del ahorro público, dado que un aumento en el ahorro público de un punto está asociado con una disminución del ahorro externo

(o sea con una mejora de la cuenta corriente) más que proporcional, de 1.6 puntos. Esto mismo quiere decir que un aumento del déficit fiscal en un punto

se traduce en una caída de la cuenta corriente de 1.6 puntos. Esta asociación negativa entre el ahorro público y el ahorro externo confirma los resultados de Ocampo (1988) para el período 1970-1985, aunque los contradice para el período 1950-1969, ya que éste no encuentra relación entre ambas variables, mientras que aquí resulta una correlación más fuerte en este subperíodo.

Al examinar los residuos de esta regresión, se observa un comportamiento extraño que podría indicar un quiebre estructural. Efectivamente, al hacer la prueba de Chow de quiebre estructural en la relación, no se rechaza la hipótesis de su existencia en 1966. Por lo tanto, al estimar la misma regresión en los dos subperíodos 1951-1965 y 1966-1993 (Cuadro 3A y 3B) se obtiene que el coeficiente de la inversión aumenta substancialmente entre uno y otro, implicando una movilidad de capitales estructuralmente mayor en el segundo subperíodo.

Debe tenerse en cuenta que así como el capital fluye hacia adentro, también lo puede hacer en dirección contraria. Los resultados de Calvo y Mendoza (1995) muestran que un pequeño cambio en las condiciones específicas de un país puede implicar ajustes grandes en la asignación del portafolio de un inversionista. Igualmente, los resultados de Sachs-Tornell-Velasco (1996) muestran cómo las crisis financieras son contagiosas. Estos resultados, junto con una creciente volatilidad de los mercados financieros internacionales⁴ (Beckett y Selton, 1989) hace indispensable ser cauteloso en las proyecciones de financiamiento externo.

⁴ La volatilidad del rendimiento de los bonos del tesoro americano a 10 años aumentó de 8.7 a 13.8 entre 1991 y 1995. Estos cálculos fueron efectuados por Gustavo Navia de Minhacienda.

B. Determinantes de la cuenta corriente

1. Motivación y discusión conceptual

En esta sección se examinarán los determinantes de la cuenta corriente de la balanza de pagos, ya que en la medida en que se comprendan las decisiones que subyacen los déficit (o superávit) observados se podrán adoptar correctivos en caso de ser necesarios. Específicamente, se verificará la aplicabilidad del enfoque intertemporal de la balanza de pagos, siguiendo de cerca lo expuesto en Obstfeld y Rogoff (1995), por lo que se remite al lector interesado al artículo original para una detallada presentación.

El resultado de la cuenta corriente es el balance de las decisiones de ahorro e inversión, que son puramente intertemporales. El enfoque intertemporal es una síntesis de enfoques anteriores, al considerar la cuenta corriente como el balance de unas decisiones de gasto (enfoque absorción) que dependen de precios relativos (enfoque de elasticidades) presentes y futuros, y posibilidades de gasto (ingreso) presente y futuro.

El punto de partida es la identidad macro básica que relaciona la acumulación de activos externos netos (A), o sea la cuenta corriente de la balanza de pagos, con el balance ahorro-inversión:

$$CA_t = A_{t+1} - A_t = r_t A_t + Y_t - C_t - G_t - I_t \quad (3)$$

Esta es una ecuación en diferencia en la variable A (activos externos netos), que al resolverse y aplicar una condición de transversalidad que evita el financiamiento ilimitado de la economía, arroja una restricción intertemporal del presupuesto de esta economía:

$$\sum_{s=t}^{\infty} R_{t,s} (C_s + G_s + I_s) \leq (1+r_t) A_t + \sum_{s=t}^{\infty} R_{t,s} Y_s \quad (4)$$

Cuadro 3A. REGRESION DEL AHORRO EXTERNO Y LA INVERSION EN DISTINTOS SUBPERIODOS**Variable dependiente: SEXAJPIB****Muestra: 1951-1965****Número de observaciones: 15**

Variable	Coefficiente	Error estándar	Estadístico t	Probabilidad
INTOPIB	0.537	0.059	9.140	0.000
SPUAJPIB	-2.556	0.319	-8.025	0.000
R ²	0.836	Media		0.026
R ajustado	0.823	Desviación estándar		0.058
SE de la regresión	0.024	Estadístico F		66.135
Logaritmo	35.511	Probabilidad		0.000
DW	2.177			

SEXAJPIB: Ahorro externo ajustado como % del PIB.

INTOPIB: Inversión total como % del PIB.

SPUAJPIB: Ahorro público como % del PIB.

Cuadro 3B. REGRESION DEL AHORRO EXTERNO Y LA INVERSION EN DISTINTOS SUBPERIODOS**Variable dependiente: SEXAJPIB****Muestra: 1966-1993****Número de observaciones: 28**

Variable	Coefficiente	Error estándar	Estadístico t	Probabilidad
INTOPIB	0.659	0.146	4.508	0.000
SPUAJPIB	-1.275	0.130	-9.836	0.000
C	-0.062	0.029	-2.148	0.042
AR(1)	0.333	0.159	2.102	0.046
R ²	0.874	Media		0.001
R ajustado	0.859	Desviación estándar		0.043
SE de la regresión	0.016	Estadístico F		55.672
Logaritmo	77.827	Probabilidad		0.000
DW	1.402			

SEXAJPIB: Ahorro Externo Ajustado como % del PIB.

INTOPIB: Inversión Total como % del PIB.

SPUAJPIB: Ahorro Público como % del PIB.

donde $R_{t,s}$ es el factor de descuento con tasa de interés variable. Dicha restricción establece que la economía no puede, a través del tiempo, gastar más de lo que produce incluida la dotación inicial de riqueza y el rendimiento sobre los activos netos.

Esta restricción presupuestaria muestra las combinaciones posibles de Y , C , G , e I . Para identificar aquellas que finalmente se escogen, es decir para ver cuándo se presentan déficit (o superávit) en la cuenta corriente, es preciso especificar los componentes del gasto. Así, el consumo se deriva de la maximización de una función de utilidad del individuo sujeto a una restricción presupuestaria. Esta restricción individual internaliza, a su vez, la restricción presupuestal del gobierno (relaciona los impuestos con los gastos del gobierno) y se obtiene una expresión para el consumo óptimo de los individuos, en función del producto, de los gastos gubernamentales y de la inversión. Esta expresión para el consumo, junto con unas definiciones apropiadas de niveles "permanentes" de las variables, con la ecuación (3) y con el supuesto de que la tasa de interés es constante⁵, produce el siguiente resultado:

$$CA = (Y - Y^p) - (G - G^p) - (I - I^p) \quad (5)$$

donde el supraíndice p indica el nivel permanente de la variable.

La anterior ecuación resume la esencia del enfoque intertemporal de la cuenta corriente: desviaciones transitorias del producto por encima (por debajo) del nivel permanente se ahorran (desahorran), generando un superávit (déficit) en la cuenta corriente; igualmente, desviaciones del

gasto público o de la inversión con respecto a sus niveles permanentes producen cambios en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Así, un gasto público demasiado alto con respecto a su nivel permanente se financiará externamente por el sector privado para mantener un patrón de consumo. Si el mayor gasto público es de naturaleza permanente, los individuos reducirán su consumo y no habrá efecto sobre la cuenta corriente. Lo mismo aplica para el gasto de inversión del sector privado.

2. Verificación de la hipótesis del enfoque intertemporal

La primera prueba consiste en correr la regresión expresada mediante la ecuación (5). Se comenzó estimando los niveles permanentes de las series utilizando la metodología de Beveridge-Nelson (1981) y simplificada por Cuddington-Winters (1987). Las ventajas de utilizar esta metodología son múltiples: es relativamente sencilla; se ha utilizado anteriormente por lo que se tiene un punto de comparación que facilita el análisis de los resultados y se puede saber que no se obtienen debido a la específica descomposición obtenida (al menos en lo que se refiere al PIB). La desventaja de emplear dicha metodología resulta del hecho de que se obtienen directamente las variaciones del componente permanente y arbitrariamente se debe escoger un nivel inicial sobre el cual se aplican. En el caso específico que nos ocupa, los niveles mismos no son tan importantes por lo que se minimiza la potencial desventaja. Se escogió como punto inicial de las series el valor registrado en 1950.

Los modelos ARIMA utilizados en las descomposiciones de las series del PIB, del gasto público y de la inversión privada, en sus componentes de

⁵ Es igual a $1-\beta/\beta$ donde β es la tasa de descuento de la utilidad del consumo futuro.

tendencia y cíclico, se presentan en los Anexos 2A, 2B y 2C, respectivamente. En el caso del PIB, el modelo arroja un componente cíclico con un comportamiento (Gráfico 1) bastante intuitivo. Los Gráficos 2 y 3 presentan la evolución de las desviaciones del gasto público y la inversión de sus respectivos niveles permanentes⁶.

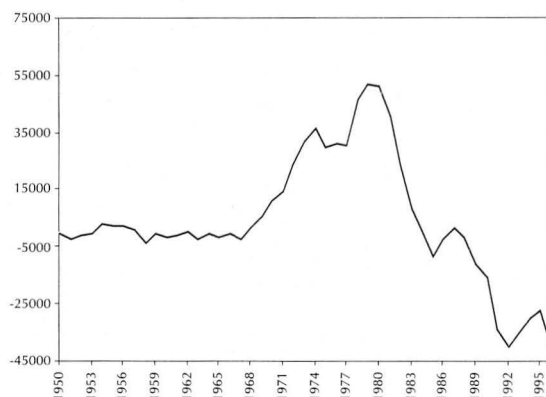
En cuanto a la cuenta corriente, se excluyeron los servicios financieros, para ver más claramente el impacto de las decisiones de gasto sobre las cuentas externas, y para facilitar la comparación con resultados anteriores sobre la cuenta corriente .

Así, con base en datos anuales para el período 1950-1996 (Anexo 3) se corrió la regresión (5) (Cuadro 4A). Los resultados son altamente satisfactorios ya que todos los coeficientes son significativos y con el signo esperado, el coeficiente de determinación (R²) ajustado es bastante aceptable, de .62. Con esta evidencia se puede afirmar que los agentes económicos en Colombia compensan los choques o desviaciones del ingreso y del gasto con respecto a sus niveles permanentes financiándose con ahorro de origen externo.

Cabe preguntarse cuál es el efecto del tipo de cambio real sobre la cuenta corriente, y puesto

⁶ Las descomposiciones aquí efectuadas no son únicas y sería de gran utilidad replicar los resultados aquí obtenidos con descomposiciones alternativas. Los ciclos tan largos, particularmente en el PIB, generan algunas dudas acerca de esta descomposición. Parte del problema puede deberse a que se utilizaron las variables en logaritmos, y como ésta no es una función aditiva, la obtención de los componentes transitorio y permanente se dificulta. Sin embargo, algunos ejercicios efectuados por Alberto Carrasquilla muestran que esta falla no tiene consecuencias empíricas muy relevantes para algunas de las variables utilizadas.

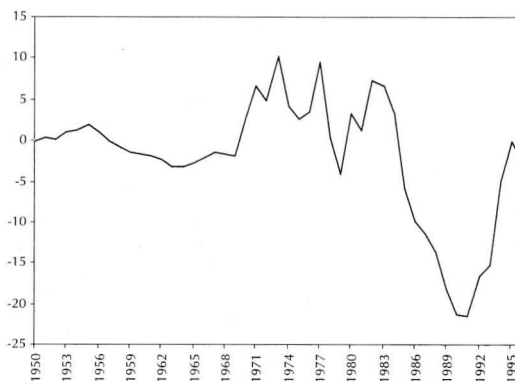
Gráfico 1. COMPONENTE CICLICO DEL PIB



Fuente: Anexo 2A.

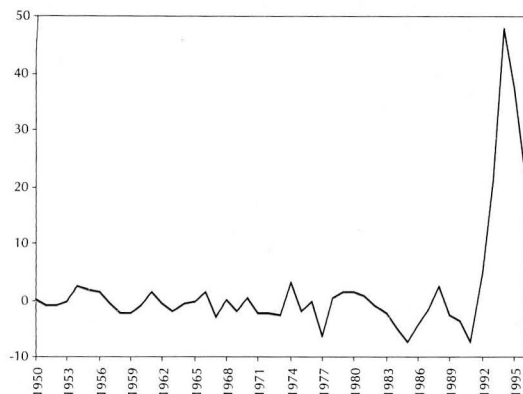
que las decisiones de gasto o los choques al producto determinan la relación de precios (los precios de los transables se fijan exógenamente en los mercados internacionales, mientras que los precios de los no transables resultan de condiciones de oferta y demanda domésticas), lo apropiado es examinar la determinación simultánea de ambas variables. Así se plantea en varios

Gráfico 2. COMPONENTE CICLICO DEL GASTO PUBLICO



Fuente: Anexo 2B.

Gráfico 3. COMPONENTE CICLICO DE LA INVERSION PRIVADA



Fuente: Anexo 2C.

modelos (Obstfeld, 1986) y se ha examinado para el caso colombiano (Herrera, 1989).

Estas consideraciones llevaron a estimar la anterior ecuación en forma simultánea con una para el tipo de cambio real, en función de una serie de variables presentadas en el próximo capítulo y en función de las variables exógenas de este modelo, a saber, las desviaciones cíclicas del producto y del gasto. Los resultados se presentan en el Cuadro 4B. Con el objeto de ver qué tan estable es esta relación a través del tiempo se hicieron pruebas de Chow de quiebre estructural, maximizándose el valor del estadístico F en 1981 (13.0), sin poderse rechazar la hipótesis de la existencia de rompimiento estructural. Cuando se estima el modelo en el subperíodo 1981-1996 (Cuadro 4C), se ve que el tipo de cambio real resulta con el signo negativo, aunque la variable no es significativa en términos estadísticos. Esta

Cuadro 4A. VARIABLES EXPLICATIVAS DE LA CUENTA CORRIENTE

Variable dependiente: CANFR

Muestra: 1950-1996

Número de observaciones: 47

Variable	Coefficiente	Error estándar	Estadístico t	Probabilidad
PCICW	0.007	0.003	2.106	0.041
GPCICW	-70.636	8.177	-8.638	0.000
INCIPRI	-26.345	5.754	-4.578	0.000
C	-61.556	46.668	-1.319	0.194
MA(10)	-0.861	0.058	-14.767	0.000
R ²	0.757	Media		99.429
R ajustado	0.735	Desviación estándar		645.074
SE de la regresión	332.639	Criterio Akaike		11.714
Residuo	464.724	Criterio Schwartz		11.911
Logaritmo	-336.979	Estadístico F		32.748
DW	1.420	Probabilidad		0.000
Raíces MA invertidas	0.99	.80-.58i	.80+.58i	.30+.94i
	.30-.94i	-.30+.94i	-.30+.94i	.80-.58i
	-.80+.58i	-.99	-.99	

CANFR: Cuenta corriente no financiera real (en US\$ de 1975).

PCICW: Componente cíclico del PIB (en \$ de 1975).

GPCICW: Componente cíclico del Gasto Público (en \$ de 1975).

INCIPRI: Componente cíclico de la inversión privada (en \$ de 1975).

Fuente: Anexo 3.

Cuadro 4B. DETERMINANTES DE LA CUENTA CORRIENTE ESTIMACION SIMULTANEA DEL TIPO DE CAMBIO REAL

Variable dependiente: CANFR

Muestra: 1950-1996

Número de observaciones: 47

Instrumentos: PCICW, GPCICW, INCIPRI, DENOMF, CONADP, TCEF(-I)

Variable	Coeficiente	Error estándar	Estadístico t	Probabilidad
PCICW	0.007	0.003	2.029	0.049
GPCICW	-53.502	10.019	-5.339	0.000
INCIPRI	-31.244	6.661	-4.690	0.000
TCEF	8.984	3.887	2.311	0.026
C	-859.765	338.011	-2.544	0.015
MA(10)	-0.897	0.039	-22.522	0.000
R ²	0.783	Media		99.429
R ajustado	0.756	Desviación estándar		645.074
SE de la regresión	318.485	Criterio Akaike		11.646
Residuo	415.871	Criterio Schwartz		11.882
Estadístico F	29.283	DW		1.515
Probabilidad	0.000			
Raíces MA invertidas	.99	.80+.58i	.80-.58i	.31-.94i
	.31+.94i	-.31+.94i	-.31-.94i	-.80+.58i
	-.80-.58i	-.99		

CANFR: Cuenta corriente no financiera real (en US\$ de 1975).

PCICW: Componente cíclico del PIB (en \$ de 1975).

GPCICW: Componente cíclico del Gasto Público (en \$ de 1975).

INCIPRI: Componente cíclico de la inversión privada (en \$ de 1975).

TCEF: Tasa de Cambio Efectiva.

inestabilidad en el signo y en la significancia del tipo de cambio real también la encontraron estudios anteriores (Correa, 1992). En el resto de las variables no se registran cambios notorios, ya que la no significancia del componente PCICW no es cuantitativamente importante dado el reducido tamaño del coeficiente.

Con base en los coeficientes estimados para todo el período muestral, puede explicarse el comportamiento de la cuenta corriente en el período 1990-1996 (Cuadro 5).

Los resultados de esta sección contrastan marcadamente con los de trabajos anteriores sobre los determinantes de la cuenta corriente. En primer lugar se encuentra el detallado trabajo de Fernando Montes (1982), quien estima una regresión de la cuenta corriente en función de las desviaciones del PIB con respecto a una tendencia, de la inversión, de los términos de intercambio y de una tendencia lineal. Las únicas variables que resultaron significativas fueron los términos de intercambio y la tendencia lineal. Los pobres resultados pueden explicarse por el

Cuadro 4C.DETERMINANTES DE LA CUENTA CORRIENTE -DOS ETAPAS

Variable dependiente: CANFR

Muestra: 1981-1996

Número de observaciones: 16

Variable	Coefficiente	Error estándar	Estadístico t	Probabilidad
PCICW	-0.002	0.010	-0.196	0.849
GPCICW	-95.164	25.289	-3.763	0.003
INCIPRI	-23.323	9.842	-2.369	0.037
TCEF	-3.795	3.172	-1.196	0.257
MA(10)	-0.866	0.075	-11.489	0.000
R ²	0.949	Media		145.569
R ajustado	0.931	Desviación estándar		1074.582
SE de la regresión	282.719	Criterio Akaike		11.539
Residuo	879234.2	Criterio Schwartz		11.781
Estadístico F	51.485	DW		2.502
Probabilidad	0.000			
Raíces MA invertidas	.99	.80-.58i	.80+.58i	.30-.94i
	.31+.94i	-.30-.94i	-.30+.94i	-.80-.58i
	-.80-.58i	-.99		

CANFR: Cuenta corriente no financiera real.

PCICW: Componente cíclico del PIB.

GPCICW: Componente cíclico del Gasto Público.

INCIPRI: Componente cíclico de la inversión.

TCEF: Tasa de Cambio Efectiva.

Cuadro 5.FACTORES EXPLICATIVOS DE LA VARIACION EN LA CUENTA CORRIENTE 1990-1996 (En US\$ millones de 1975)

Variación observada	Variables explicativas			
	Ciclo del PIB	Gasto público	Inversión privada	Tasa de cambio
-2278	-176	-1017	-824	-230

reducido número de observaciones (11) con las que se hicieron las estimaciones, y por haber descompuesto el PIB en sus partes cíclica y permanente utilizando una regresión de la variable contra una tendencia lineal.

Otros trabajos que buscaban explicar el comportamiento de la cuenta corriente (Herrera, 1989) emplearon como variables explicativas el nivel observado de la producción (de transables) y del gasto público. En este caso resultó un efecto

negativo de la devaluación, aunque no significativo.

Hasta este momento se tiene muy buena evidencia que no permite rechazar la hipótesis del enfoque intertemporal de la balanza de pagos. Sin embargo, resultados anteriores según los cuales el nivel de gasto público afecta negativamente la cuenta corriente o el nivel del producto afecta positivamente la cuenta corriente (Herrera 1989), son más consistentes con el enfoque de absorción de la balanza de pagos. Obstfeld y Rogoff (1985, pg. 1784) sugieren hacer la prueba conjunta de un enfoque versus otro; al correr la regresión de la cuenta corriente en función de las desviaciones transitorias del gasto y de su nivel observado. El Cuadro 6A presenta los

resultados que permiten rechazar la hipótesis del enfoque tradicional de absorción en favor del enfoque intertemporal, en el caso del gasto público.

Los Cuadros 6B y 6C replican la prueba descrita para el caso del PIB y de la inversión privada. Para el primero, sucede al igual que con el gasto público que se acepta la hipótesis del enfoque intertemporal, mientras que para la inversión privada los resultados son bastante contradictorios, no siendo significativas ninguna de las variables en la mayor parte de los casos.

Los resultados de esta sección permiten concluir que el enfoque intertemporal de la cuenta corriente parece ser más apropiado para el análisis de

Cuadro 6A. ENFOQUE INTERTEMPORAL VS ENFOQUE ABSORCION - GASTO PUBLICO

Variable dependiente: CANFR

Muestra: 1950-1996

Número de observaciones: 47

Variable	Coefficiente	Error estándar	Estadístico t	Probabilidad
C	-557.853	277.680	-2.009	0.051
PCICW	0.006	0.004	1.468	0.149
GPCICW	-60.691	14.637	-4.147	0.000
INCIPRI	-16.409	9.203	-1.783	0.082
GPUBTO	-3.023	1.845	-1.639	0.109
TCEF	9.053	4.529	1.999	0.052
R ²	0.652	Media		99.429
R ajustado	0.609	Desviación estándar		645.074
SE de la regresión	403.316	Criterio Akaike		12.118
Residuo	666.921	Criterio Schwartz		12.354
Estadístico F	15.785	DW		1.193
Probabilidad	0.000			

CANFR: Cuenta corriente no financiera real (en US\$ de 1975).

PCICW: Componente cíclico del PIB (en \$ de 1975).

GPCICW: Componente cíclico del Gasto Público (en \$ de 1975).

INCIPRI: Componente cíclico de la inversión privada (en \$ de 1975).

GPUBTO: Gasto Público Total.

TCEF: Tasa de Cambio Efectiva.

Cuadro 6B. ENFOQUE INTERTEMPORAL VS ENFOQUE ABSORCION - PRODUCTO

Variable dependiente: CANFR

Muestra: 1950-1996

Número de observaciones: 47

Variable	Coefficiente	Error estándar	Estadístico t	Probabilidad
C	-515.136	266.195	-1.935	0.059
PCICW	0.007	0.004	1.752	0.087
GPCICW	-64.898	14.807	-4.383	0.000
INCIPRI	-17.416	9.040	-1.926	0.061
PIB	-0.001	0.001	-1.598	0.118
TCEF	9.974	4.923	2.026	0.049
R ²	0.649	Media		99.429
R ajustado	0.606	Desviación estándar		645.074
SE de la regresión	404.953	Criterio Akaike		12.126
Residuo	672.347	Criterio Schwartz		12.362
Estadístico F	15.628	DW		1.214
Probabilidad	0.000			

CANFR: Cuenta corriente no financiera real (en US\$ de 1975).

PCICW: Componente cíclico del PIB (en \$ de 1975).

GPCICW: Componente cíclico del Gasto Público (en \$ de 1975).

INCIPRI: Componente cíclico de la inversión privada (en \$ de 1975).

PIB: Producto Interno Bruto.

TCEF: Tasa de Cambio Efectiva.

su comportamiento. En este orden de ideas, la recuperación del PIB a sus niveles permanentes, junto con la disminución del gasto público son esenciales para reducir los déficit observados en la cuenta corriente, ya que la inversión privada está retornando rápidamente a su nivel permanente, registrando el componente cíclico un valor de la mitad del experimentado en 1994. En cuanto al tipo de cambio real, los resultados del próximo capítulo permiten inferir que, de presentarse alguna devaluación real, ésta no sería muy significativa

C. El Nivel óptimo de la cuenta corriente

Dada la evidencia favorable obtenida en las secciones anteriores sobre la movilidad de capi-

tales y el enfoque intertemporal de la cuenta corriente, parece apropiado continuar en esta dirección y estimar un nivel "óptimo" de la cuenta corriente, siguiendo el trabajo de Gosh y Ostry (1995). Este nivel óptimo o financiable de la cuenta corriente (CA*) es el valor esperado de un flujo de caja futuro (cash flow, CF) así:

$$CA_t^* = - \sum_{j=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^j} E_t \Delta(q_{t+j} - i_{t+j} - g_{t+j}) \quad (6)$$

Esta ecuación resulta porque $CA^* = y - i - g - c^*$, donde c^* , el nivel óptimo del consumo, es función de una expresión $E_t \sum_{j=0}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^j} (q_{t+j} - i_{t+j} - g_{t+j})$.

La sumatoria de este cash flow (CF) equivale al valor permanente de la serie, con la intuición de que la cuenta corriente tiende a ser negativa

Cuadro 6C. ENFOQUE INTERTEMPORAL VS ENFOQUE ABSORCION - INVERSION PRIVADA

Variable dependiente: CANFR

Muestra: 1950-1996

Número de observaciones: 47

Variable	Coefficiente	Error estándar	Estadístico t	Probabilidad
	-374.204	231.684	-1.615	0.114
PCICW	0.005	0.004	1.261	0.215
GPCICW	-57.429	14.457	-3.972	0.000
INCIPRI	-0.187	17.185	-0.011	0.991
INPRI	-8.028	4.896	-1.639	0.109
TCEF	9.749	4.597	2.121	0.040
R ²	0.678	Media		99.429
R ajustado	0.639	Desviación estándar		645.074
SE de la regresión	387.579	Criterio Akaike		12.039
Residuo	615.890	Criterio Schwartz		12.275
Estadístico F	17.093	DW		1.124
Probabilidad	0.000			

CANFR: Cuenta corriente no financiera real (en US\$ de 1975)

PCICW: Componente cíclico del PIB (en \$ de 1975)

GPCICW: Componente cíclico del Gasto Público (en \$ de 1975)

INCIPRI: Componente cíclico de la inversión privada (en \$ de 1975)

INPRI: Inversión Privada

TCEF: Tasa de Cambio Efectiva.

cuando se anticipa un aumento en este CF (cash flow), y positiva cuando se espera una caída. Obstfeld y Rogoff discuten el hecho de que esta metodología se base en las diferencias del CF y no en sus niveles, pero finalmente trabajan con las series diferenciadas.

El Gráfico 4 permite ver la serie de las diferencias del CF entre 1950 y 1996. A partir de los noventa se observa una dramática disminución que apunta hacia una reducción del nivel óptimo o financiable de la cuenta corriente. Esto resulta bastante contraintuitivo, pero el notorio aumento en los niveles de gasto (público y privado) que no ha sido acompañado de aumentos en el producto hace que el flujo de caja, que es la liquidez, se vea mermado.

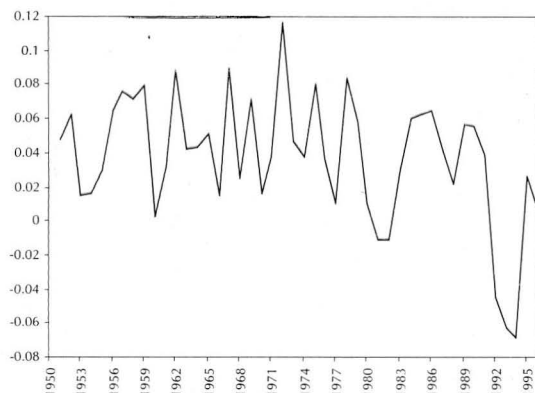
Para el CF en niveles y en diferencias, se estimaron sus respectivos valores permanentes utilizando la metodología Beveridge-Nelson. En el Anexo 4 se presentan los modelos ARIMA y los valores permanentes del CF en niveles y en diferencias. Los Gráficos 5 y 6 presentan la evolución de esta variable y permiten ver que, independientemente de la especificación adoptada:

a. la trayectoria es creciente hasta 1978-1979, decreciente hasta 1982-1983 y llega a un pico en 1991 a partir del cual es decreciente.

b. el nivel permanente registrado en 1996 equivale al 80% del valor estimado para principios de los años noventa.

Recordando que el nivel óptimo o financiable de la cuenta corriente es el negativo de este valor

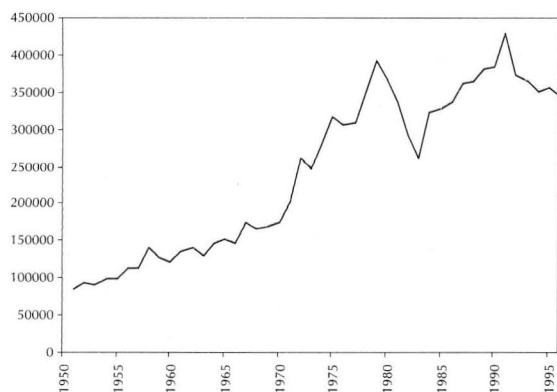
Gráfico 4. EVOLUCION DEL CASH FLOW 1950-1996 (Diferencia del logaritmo)



Nota: Cash flow = PIB - inversión - gasto público.
Fuente: Anexo 4.

permanente estimado (ecuación 6), se obtiene que hasta comienzos de los años ochenta el déficit financiero era cada vez mayor. Ahí se estabilizó o se redujo hasta mediados de la década para volver a crecer hasta 1991. A partir de este año el nivel óptimo de la cuenta corriente es superior, es decir, el déficit financiero es menor.

Gráfico 5. EVOLUCION DEL CASH FLOW PERMANENTE (Niveles)



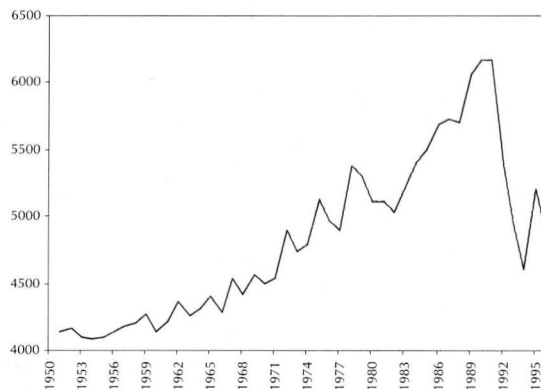
Fuente: Anexo 4.

Cualquier cosa que sea ese animal que hemos definido como nivel óptimo, en 1995-1996 equivalía al 80% del valor estimado a comienzos de la década.

Aquí es preciso abrir un paréntesis para hacer una salvedad sobre la metodología para el cálculo de los valores óptimos o financieros. Por basarse en series históricas puede no capturar fenómenos que nunca hayan ocurrido en el pasado, como puede ser un descubrimiento de un pozo petrolífero de gran magnitud. La caída que se observa en el cash flow desde 1991 puede explicarse con base en el aumento de la inversión requerida para explotar los recientemente descubiertos pozos petroleros, pero que aún no han entrado en producción. Este hecho hace que el flujo de caja esperado sea en realidad más alto del que esta metodología permite estimar. Dadas estas consideraciones, el nivel de la cuenta corriente financiera sería mayor al aquí estimado.

Puesto que esta metodología se basa en el cálculo del valor presente de un flujo de caja, Gosh y

Gráfico 6. EVOLUCION DEL CASH FLOW PERMANENTE (Diferenciales)



Fuente: Anexo 4.

Ostry sugieren las pruebas de Campbell y Shiller (1987) para verificar la validez de los modelos basados en estimaciones de valores presentes. Específicamente se utilizarán dos de ellas: una de causalidad estadística y otra de "relación de varianzas en niveles" (utilizando la terminología de Campbell-Shiller). La primera prueba se fundamenta en el hecho de que la cuenta corriente óptima es una sumatoria de cambios esperados en el cash flow (CF), lo que implica que la cuenta corriente debe causar estadísticamente en el sentido de Granger los cambios en el CF. Las respectivas pruebas de causalidad se hicieron con la cuenta corriente observada (CAR) y con el nivel óptimo estimado (DCFPE) y no se pudo rechazar la hipótesis de causalidad de ambas variables hacia los cambios en el logaritmo de CF (DLCSH) (ver Anexo 5)⁷.

Este resultado contrasta con el reportado por Gosh y Ostry (1995) en su Cuadro 2, donde presentan a Colombia como uno de los países donde no se verifica la hipótesis de causalidad, lo que llevaría a rechazar la bondad del enfoque intertemporal. Este resultado parece ser atribuible al período muestral considerado (1960-1990), ya que, cuando con los mismos datos utilizados en este trabajo se toma el mismo período resulta la no causalidad encontrada por Gosh y Ostry.

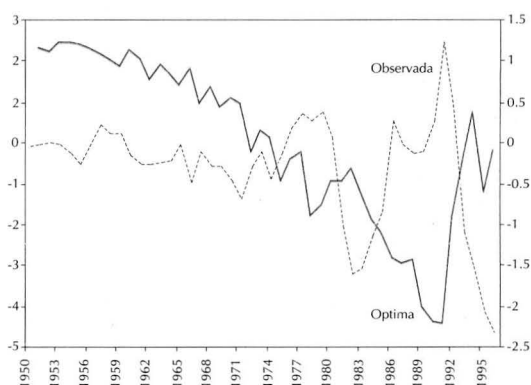
La segunda prueba de Campbell y Shiller es una de volatilidad, y consiste en examinar la relación de la varianza de la variable observada, en este caso la cuenta corriente (CAR), con la varianza de la variable permanente estimada (DCFPE). Si

⁷ Se hicieron las mismas pruebas de causalidad reemplazando la cuenta corriente real (CAR) por la cuenta corriente no financiera (CANFR) y se obtuvieron aún mejores resultados estadísticos. Lo mismo sucede con la prueba de igualdad de varianzas descrita más adelante.

el modelo de valor presente empleado es válido, las varianzas deberán ser iguales, lo que implica que la relación será igual a uno. Efectivamente, al hacer la prueba F de igualdad de dos varianzas (Mood, Graybill & Boes p. 438) se obtiene un estadístico $R=1.27$, inferior al valor crítico de 1.4, por lo que no se puede rechazar la hipótesis de igualdad de las dos varianzas. Gosh y Ostry obtienen el mismo resultado.

Los resultados de esta sección indican que el valor óptimo de la cuenta corriente, estimado como un valor presente de (los cambios en) un flujo de caja constituyen un buen punto de referencia para examinar si el superávit o déficit de la cuenta corriente es excesivo o no. La comparación entre el nivel óptimo de la cuenta corriente (DCFPE) y el valor registrado puede hacerse de dos maneras teniendo en cuenta que están medidas en unidades distintas: de un lado se pueden normalizar las series, o de otro, se puede convertir una variable a las mismas unidades en que se encuentra la otra utilizando una tasa de cambio apropiada. En lo que resta de esta sección se procede a efectuar ambas tareas.

Gráfico 7. CUENTA CORRIENTE OPTIMA OBSERVADA (Series normalizadas)



1. Comparación del óptimo con el observado:

Variables normalizadas

El Gráfico 7 muestra la evolución de la cuenta corriente observada y el valor óptimo, normalizados. Durante los años cincuenta y sesenta, la cuenta corriente observada estuvo por debajo del nivel sustentable, coincidiendo con episodios de recurrentes crisis cambiarias y devaluaciones masivas del peso. Durante los años setenta, especialmente en la segunda mitad de la década, la cuenta corriente observada fue superior al nivel óptimo, sucediendo lo contrario a comienzos de los ochenta. Desde 1993 se observa que el nivel registrado de la cuenta corriente es inferior al financiable en el largo plazo.

En el período 1950-1996 hay tres episodios en los que se presenta una significativa distancia entre las dos series normalizadas, que indicaría un excesivo déficit: 1954-1956, 1982-1983, y 1994-1996. En el primer subperíodo, la distancia entre las dos series normalizadas fue de 1.1 unidades, en el segundo de 1.4 y en el tercero de 2.3. La distancia promedio entre las dos series es cero en todo el período 1950-1996.

Lo primero que cabe preguntarse es si la divergencia entre las series debía ser materia de preocupación, dado que según los resultados de la primera sección sobre movilidad de capitales, la economía colombiana no tiene restringido su acceso al financiamiento externo. La respuesta tiene que ver con la vulnerabilidad a la que queda expuesta la economía cuando la discrepancia es grande y, aunque el financiamiento puede estar disponible, su costo no necesariamente es el mismo en todo momento, creciendo en los momentos de mayor vulnerabilidad.

Para eliminar la distancia entre la dos series que en 1996 es de 2.3 unidades, se puede reducir el

déficit en CAR en esa magnitud. Dada la desviación estándar de 675 y la media de -307, esto equivale a disminuir el déficit en la cuenta corriente no financiera en US\$ 1,277 millones constantes de 1975, o sea US\$ 2,700 millones. Este cálculo supone que la cuenta corriente financiable (óptima) no cambiaría el próximo año. De acuerdo con los coeficientes estimados en la sección anterior, se necesitaría una reducción del gasto público del orden de los \$24 mil millones de 1975 (aprox. \$1.7 billones de 1996) para eliminar el déficit excesivo en la cuenta corriente. Aquí se escogió arbitrariamente como variable de ajuste el gasto público, ya que es aquella sobre la cual las autoridades tienen un mayor grado de control. Adicionalmente, según Stanley Fischer⁸, parte del éxito del manejo económico en Chile se atribuye al hecho de que la política fiscal se hubiese orientado a resolver los desequilibrios externos.

Una alternativa de estimación de la discrepancia entre el valor óptimo y el observado, consiste en proyectar un cambio del nivel financiable de la cuenta corriente. Con base en el modelo utilizado para estimar DCFPE se tomaron los residuos cuya media (para el período 1985-1996 que es de mayor volatilidad) fue de -0.36 y desviación estándar de .317. Esta media, más o menos dos desviaciones estándar, produce un rango en el cual estará el residuo del próximo período con una probabilidad del 95% (-.67 y .598). Con estos límites se estimaron los valores (normalizados) del rango del déficit financiable en la cuenta corriente: -1.26 y 1.14.

El anterior rango debe compararse con el valor (proyectado) de la cuenta corriente para 1997,

⁸ En una reunión sostenida en noviembre de 1996 en Fedesarrollo, Fisher expresó este punto de vista.

que es del orden de los US\$3,700 millones, que equivale a US\$1,753 en millones de dólares de 1975. Esto es un valor normalizado de la serie de -2.1. Lo anterior implica una distancia entre las dos series de -0.8 o 3.2 con igual probabilidad de ocurrencia. Es decir, el valor esperado de la distancia es 2.0, lo que indica que la reducción programada del déficit en la cuenta corriente para 1997 aún deja esta variable en niveles lejanos del financiable o sostenible de largo plazo. La diferencia es del orden de los US\$1,000 millones de 1975, por lo que la magnitud del ajuste en el gasto público requerido para eliminarla es del orden señalado en el párrafo anterior.

2. Comparación del óptimo con el observado: variable convertida

Las unidades en que están medidos la cuenta corriente y el cash flow son dólares constantes de 1975 y pesos constantes de 1975, respectivamente, por lo que el segundo se convirtió a dólares utilizando la tasa de cambio nominal promedio del año base (31 pesos/dólar). Así, el valor óptimo (DCFPE) convertido a dólares y el observado presentan un comportamiento muy similar al descrito anteriormente (Gráfico 7). Para 1996, la diferencia entre las dos variables es del orden de los US\$2,000 millones de dólares constantes (Anexo 4). Esta cifra es el doble de la obtenida en la subsección anterior, y permite concluir que la cuenta corriente aún se encuentra muy por debajo del nivel sostenible en el largo plazo. Para resolver esta discrepancia entre el nivel óptimo y el observado, habría que reducir el gasto público en \$ 37.7 mil millones de 1975, o sea unos \$2.6 billones corrientes.

De acuerdo con los resultados de este capítulo, el principal factor explicativo del deterioro en la cuenta corriente fue un exceso de gasto público por encima de su nivel permanente. También resultaron importantes el papel de la inversión

privada transitoriamente elevada, un nivel productivo cíclicamente inferior a su nivel permanente, y el ajuste en el tipo de cambio real a su nivel de largo plazo, tema que se trata en el siguiente capítulo.

III. EL NIVEL DE LA TASA DE CAMBIO

El objetivo de este capítulo es examinar la evolución del tipo de cambio real en Colombia para determinar si ésta es una de equilibrio, en un doble sentido. De una parte se verá si existe alguna tendencia a la revaluación o devaluación real, para lo cual se evaluará el grado de sobrevaloración o subvaluación del peso conforme a una metodología empleada anteriormente para el caso colombiano (Herrera, 1991) que coincide con la empleada recientemente por Clarida y Gali (1994). Adicionalmente se compara la tasa de cambio observada con la implícita según la paridad en el poder adquisitivo del peso con distintas monedas. De otra parte, se emplean modelos existentes sobre los determinantes del tipo de cambio real en Colombia para verificar si su trayectoria responde a cambios en sus determinantes, guardando en este sentido un equilibrio las variables endógenas (tipo de cambio real) y las exógenas (sus determinantes).

A. El tipo de cambio real de largo plazo

Esta sección tiene dos partes: en la primera se estima la tasa de paridad del peso con otras seis monedas. En la segunda se descompone la serie del tipo de cambio real en sus componentes de tendencia y cíclico.

1. El tipo de cambio de paridad

Un estudio reciente (Froot y Rogoff, 1995) muestra cómo una teoría tan simple y tan antigua como la de la paridad en el poder adquisitivo de

las monedas ha logrado sobrevivir las diversas etapas de evolución de las técnicas econométricas. No se pretende en esta sección obtener resultados muy precisos, sino presentar indicadores sencillos fundamentados en la teoría más simple y antigua de la determinación del tipo de cambio.

Con base en datos mensuales para el tipo de cambio del peso con respecto al dólar, el bolívar, el yen, el marco, el peso chileno y el peso mexicano se construyó la tasa de paridad con respecto a cada una de esas monedas. Como punto de partida se tomó la tasa real bilateral promedio de cada una de las monedas para el período 1985-1996, utilizando el IPC de cada uno de los países mencionados. Los Gráficos 8 a 13 muestran la evolución de la tasa observada y la de paridad con respecto a las monedas señaladas, destacándose los siguientes resultados:

- Las únicas diferencias significativas entre la tasa observada y la de paridad se registran en los casos del bolívar y el peso mexicano, monedas que se han devaluado fuertemente con respecto al dólar y cuyas economías han experimentado

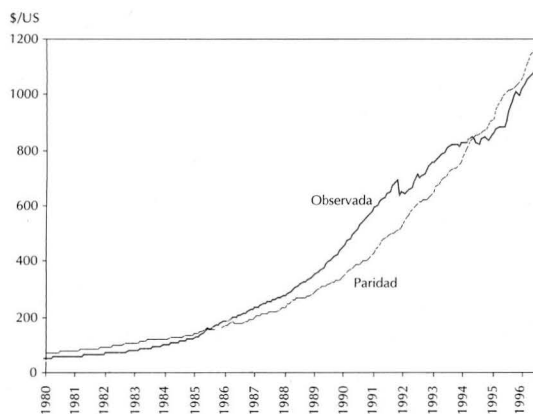
inflaciones mucho más altas que la colombiana en el pasado reciente. Se confirma de esta manera una de las ocurrencias más comunes en los mercados cambiarios, señalada por Mussa (1979) hace casi veinte años y corroborada por Frankel y Rose (1995) recientemente, según la cual los países con elevadas tasas de inflación experimentan devaluaciones nominales de sus monedas. Con respecto a estas monedas el peso estaría sobrevaluado en alrededor de un 70%.

- Con respecto al peso chileno, el peso colombiano se encuentra subvaluado en un 14%.

- El peso se encuentra subvaluado con respecto al marco y al yen, en un 4% y 2% respectivamente, mientras que con respecto al dólar americano se encuentra sobrevaluado en cerca de 8%.

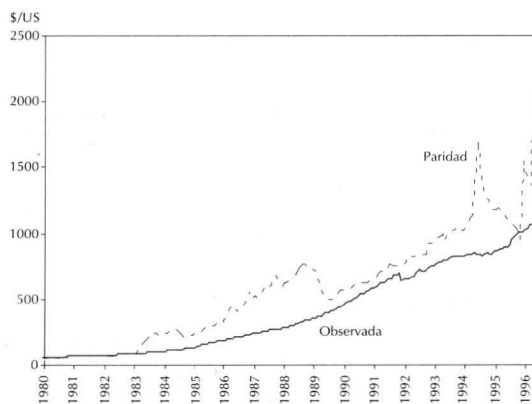
En resumen, la teoría de la paridad en el poder adquisitivo de la moneda produce evidencia difícil de interpretar en cualquier sentido bien sea de sobrevaluación o subvaluación. Los resultados no son tan contundentes como lo eran a comienzos de esta década.

Gráfico 8. TASA DE PARIDAD DEL PESO CONTRA EL DOLAR



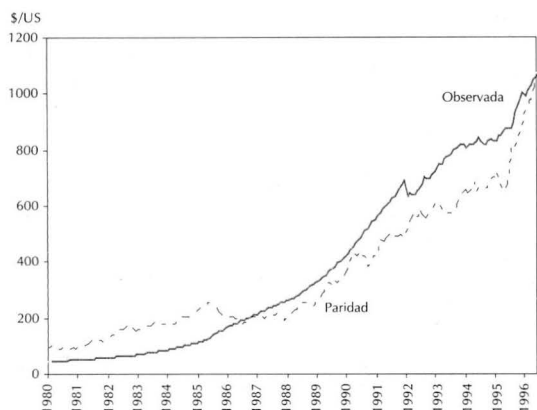
Fuente: Banco de la República y cálculos del autor.

Gráfico 9. TASA DE PARIDAD DEL PESO CONTRA EL BOLIVAR



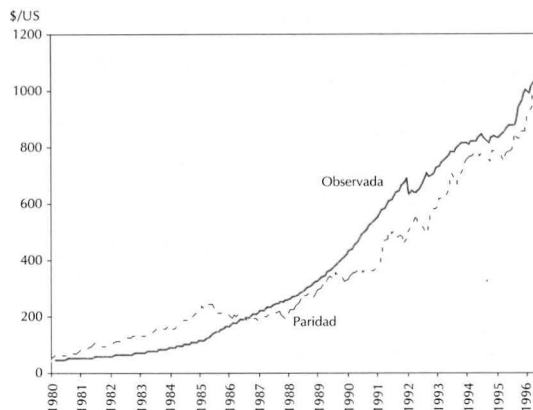
Fuente: Banco de la República y cálculos del autor.

Gráfico 10. TASA DE PARIDAD DEL PESO CONTRA EL YEN



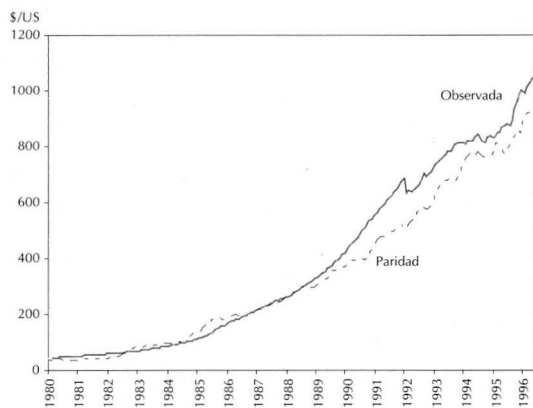
Fuente: Banco de la República y cálculos del autor.

Gráfico 11. TASA DE PARIDAD DEL PESO CONTRA EL MARCO



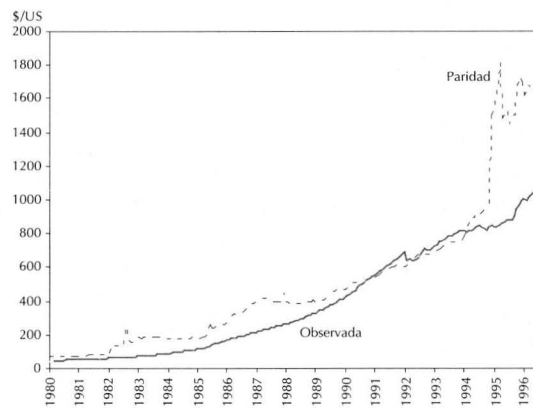
Fuente: Banco de la República y cálculos del autor.

Gráfico 12. TASA DE PARIDAD DEL PESO CON EL PESO CHILENO



Fuente: Banco de la República y cálculos del autor.

Gráfico 13. TASA DE PARIDAD DEL PESO CON EL PESO MEXICANO



Fuente: Banco de la República y cálculos del autor.

2. El tipo de cambio real permanente

Esta sección presenta la descomposición de la serie del tipo de cambio real efectivo en sus componentes permanente y cíclico. La comparación del tipo de cambio observado con su nivel permanente o de largo plazo, permite obtener

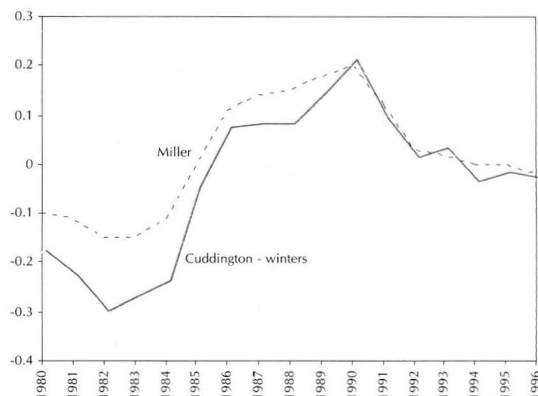
un indicador del grado de subvaluación o sobrevaloración del peso. Esta metodología fue empleada recientemente por Clarida y Gali (1994), aunque además de la descomposición univariada de las series igual a como se había hecho para el caso colombiano (Herrera, 1991), también presentan los autores una descomposi-

ción multivariada que se sugiere explorar para futuros trabajos.

La descomposición univariada de la serie del tipo de cambio real efectivo (TCEF) en sus partes cíclica y permanente se hará alternativamente mediante dos simplificaciones de la metodología de Beveridge y Nelson (BN): una efectuada por Cuddington y Winters (CW) y por Miller (1988). Se utilizan las dos para verificar que los resultados no sean sensibles a la técnica de descomposición utilizada, y para poder comparar los resultados con los de estudios previos para Colombia.

El Cuadro 7 y el Gráfico 14 presentan las series de desequilibrio cambiario calculadas con base en la metodología Cuddington-Winters (DESTCCW) y la de Miller (DESTCRM). En el Anexo 7 se presentan los modelos utilizados y la Información detallada, recordando que el dese-

Gráfico 14. EVOLUCION DEL DESEQUILIBRIO CAMBIARIO



quilibrio se ha definido como la desviación del valor observado con respecto a su componente permanente. Son varios los puntos que merecen destacarse:

- Las dos metodologías presentan resultados idénticos.
- Hasta 1990 se observa una buena descripción de lo que ocurrió en el mercado cambiario colombiano y se replican los resultados de estudios anteriores.
- La subvaluación del peso registrada en 1989 y 1990 se corrigió en 1991 y 1992, obteniéndose un relativo equilibrio entre 1992 y 1993.
- A partir de 1994 se obtienen valores negativos, lo que resulta del hecho de que el tipo de cambio observado es inferior a su valor permanente o de largo plazo. Para 1996 (junio), la desviación era del orden del 2.8% o del 1.8% según la metodología empleada, lo que prácticamente la hace inexistente cuando se le compara con el tamaño de los desequilibrios estimados desde 1980 (Cuadro 7).

Cuadro 7. DESEQUILIBRIO CAMBIARIO

	DESTCCW ^a	DESTCRM ^b
1980	-0.18	-0.10
1981	-0.23	-0.11
1982	-0.30	-0.15
1983	-0.27	-0.15
1984	-0.24	-0.11
1985	-0.05	0.00
1986	0.07	0.11
1987	0.08	0.14
1988	0.08	0.15
1989	0.14	0.18
1990	0.21	0.20
1991	0.09	0.12
1992	0.01	0.03
1993	0.03	0.02
1994	-0.04	0.00
1995	-0.02	0.00
1996	-0.03	-0.02

^a Metodología Cuddington Winters, Anexo 7.

^b Metodología Miller, Anexo 7.

Para proyectar el valor del tipo de cambio real de largo plazo para 1997 se emplea la metodología CW ya que la de Miller requiere el valor observado de la serie en el período t , que no se tiene. Para proyectar la variación del componente permanente se tomaron los residuos del modelo CW (Anexo 7), con un promedio de .0037 y una desviación estándar de .0769 y se construyó un intervalo de confianza del 95%, que implica que éste estará en el rango $(-.1501, .1501)$. Para obtener la variación proyectada del componente permanente se multiplica el residuo por la función de ganancia ($g=.333$) y resulta que la variación en el componente permanente se ubicará entre $(-.005, .052)$, con un 95% de confiabilidad.

El rango anterior es la diferencia en los logaritmos del componente permanente, lo que implica que si su nivel actual (LTCLPCW) es 4.699, en 1997 este valor estará en el rango (4.649, 4.751). Es decir, el componente permanente del tipo de cambio real estará en el rango (105, 115) con una confiabilidad del 95%. Recuérdese que el valor actual de esta variable es 109.5 y el valor observado se encuentra en 106.8. Puesto que se trata del tipo de cambio efectivo (ajustado por aranceles y con una base distinta a la del Banco de la República (Herrera-Alonso (1990))) hay que convertir estos valores a la base del Banco para facilitar su interpretación, suponiendo que el arancel efectivo se mantiene constante: el componente de largo plazo estaría en el rango (97.1, 106.3) habiéndose ubicado (en junio) el tipo de cambio real en 98.8.

B. Determinantes del tipo de cambio real

El objetivo de esta sección es examinar si la evolución del tipo de cambio real responde a cambios en sus determinantes, existiendo en este sentido una trayectoria de equilibrio que refleja

relaciones estables entre el tipo de cambio real y otras variables. Se tomará como punto de partida los modelos ya existentes sobre los determinantes del tipo de cambio real (Edwards (1988), Herrera (1989), Easterly (1991), Calderón (1995)), aunque aquí no se usará el de Easterly puesto que incluye variables contenidas en los otros que son más fundamentados. En ninguno de los casos se hará una discusión de los motivos de inclusión de una determinada variable o de las bondades del modelo, remitiendo al lector interesado a los artículos originales.

La revisión comenzará por el modelo de Herrera (1989) ya que es directamente aplicado al caso colombiano mientras que el de Edwards se basa en un estudio de cross-section para 12 países en vías de desarrollo entre los que se incluye el nuestro. Posteriormente se examina el modelo de Calderón (el más reciente) y finalmente se examina la validez para el caso colombiano de la hipótesis Balassa-Samuelson, incorporada en los trabajos de Edwards y Calderón.

1. Actualización del modelo de Herrera (1989)

En este modelo se plantea la devaluación real (DEVREA) en función del gasto de consumo de las administraciones públicas (CONADP), de la variación en el endeudamiento privado externo (VDEPR), de la tasa real de interés, del nivel de la tasa de cambio real (TCRF), de la devaluación nominal (DENOMF), y de las variaciones (no anticipadas) en los términos de intercambio (RESVTI). Con base en datos anuales para el período 1969-1988 se encontró que el modelo explicaba bastante bien la trayectoria del tipo de cambio real con base en estas variables "reales" perdiendo cierta relevancia el tipo de cambio nominal.

Se actualizaron las series hasta 1996 (Anexo 8), encontrando que el Banco de la República revisó las estadísticas de deuda externa privada para el período 1970-1995 (Banco de la República, 1996) por lo que se utilizó la nueva Información, al igual que se revisaron algunos datos del DANE de consumo de las administraciones públicas para 1987 y 1988. Con estas revisiones y ampliando el período muestral se estimó el modelo de regresión que se resume en el Cuadro 8. Los principales resultados son:

- El ajuste es alto ($R^2 = .95$), pese a que la regresión se estimó hasta 1991. A partir de ese año, las

variables explicativas pierden su significancia, específicamente la tasa real de interés (TAREI) y la variación del endeudamiento privado externo (VDEPRE). Esto es bastante curioso dado el notable aumento del endeudamiento externo acompañado de la disminución en la tasa real y la apreciación del peso en esa época.

- Una devaluación nominal se traduce en una devaluación real en cerca de un 70%. Es claro que este coeficiente debe entenderse como un efecto de corto plazo, ya que se trata de tasas de devaluación, sin incorporar ningún análisis de largo plazo. Recuérdese que el objetivo de esta

Cuadro 8. DETERMINANTES DEL TIPO DE CAMBIO REAL - HERRERA 1989

Variable dependiente: DEVREA

Muestra: 1971-1991

Número de observaciones: 21

Variable	Coefficiente	Error estándar	Estadístico t	Probabilidad
C	-28.231	5.904	-4.781	0.000
CONADP	-0.520	0.062	-8.390	0.000
RESVTI	-18.079	5.752	-3.143	0.009
TAREI	1.029	0.242	4.258	0.001
DENOMF	0.763	0.060	12.637	0.000
DENOMF(-1)	-0.067	0.082	-0.811	0.433
TCRF	0.437	0.098	4.465	0.001
D(DEPRE)	-0.009	0.004	-2.341	0.037
MA(4)	-0.915	0.065	-14.063	0.000
R-squared	0.971	Mean dependent var		1.1805
Adjusted R-squar	0.952	S.D. dependent var		8.443
S.E. of regressi	1.856	Akaike info criterion		1.535
Sum squared resi	41.353	Schwartz criterion		1.982
Log likelihood	36.913	F-statistic		50.214
Durbin-Watson st	2.396	Prob(F-statistic)		0.000
Raíz MA invertida	.98	.00+.98i	-.00-.98i	-.98

DEVREA: Tasa de Devaluación Real.

CONADP: Consumo de las Administraciones Públicas.

RESVTI: Residuos de un modelo ARIMA de las variaciones en los términos de intercambio.

TAREI: Tasa Real de Interés.

DENOMF: Devaluación Nominal.

DENOMF(-1): Devaluación Nominal rezagada un período.

D(DEPRE): Cambio en el stock de deuda privada en términos reales.

sección es únicamente replicar los modelos ya existentes sobre este tema en Colombia. El análisis de corto y largo plazo adecuado es mediante la técnica de la cointegración de estas variables.

- El gasto en consumo del sector público, las variaciones en los términos de intercambio y el "efecto-ingreso" del tipo de cambio real son variables significativas y con el signo esperado. El coeficiente del consumo público (-.52) indica que por cada mil millones de pesos de mayor gasto, el tipo de cambio real se revalúa en .52 puntos.
- La tasa real de interés es significativa y con el signo esperado, y el coeficiente estimado indica que cada punto de aumento en dicha tasa permite la devaluación del peso en igual proporción. Lo anterior contradice algunas versiones populares recientes según las cuales la reciente apreciación del peso se debe a las elevadas tasas de interés.
- Al correr la misma regresión pero sustituyendo los gastos de consumo por los de inversión, se obtiene resultados similares, aunque el valor del coeficiente de esta variable es ligeramente inferior (-.36). Esto implica que por cada mil millones de pesos de mayor gasto de inversión el tipo de cambio real se revalúa en .36 puntos. Este resultado según el cual el gasto de inversión pública

tiene un efecto parecido al del gasto de consumo es sorprendente ya que tradicionalmente se ha supuesto que los gastos de inversión por tener un elevado componente importado no afectan el tipo de cambio real.

Con base en los coeficientes estimados (Cuadro 8) se examinó si la trayectoria (de revaluación) del tipo de cambio real, observada en el período 1990-1994 fue una de equilibrio o no, de haberse mantenido invariantes los parámetros allí estimados. El Cuadro 9 resume los distintos efectos que se presentaron sobre el tipo de cambio real durante este período, encontrándose que las variables incorporadas habrían precedido una revaluación cercana a 19 puntos cuando la efectivamente observada fue de 21 puntos.

La tasa de cambio promedio pasó de \$502 por dólar a \$826 por dólar representando una devaluación nominal del 64%, que con el coeficiente encontrado implicaría un aumento del tipo de cambio real de 45 puntos. En cuanto a los términos de intercambio, estos aumentaron en 20% (el componente no anticipado, que es casi la totalidad), con lo cual, multiplicado por su coeficiente (-18.1) produciría una revaluación de 4.1 puntos. El gasto de consumo de las administraciones públicas pasó de \$81.3 mil millones en 1990 a \$128 mil millones en 1994,

Cuadro 9. EFECTOS EXPLICATIVOS DE LA TRAYECTORIA DEL TIPO DE CAMBIO REAL 1990-1994

Devaluación real observada	Efectos					
	Tasa de interés	Devaluación nominal	Términos de intercambio	Gasto público	Deuda privada	Efecto ingreso de transables
-21.0	-2.5	45.2	-4.1	-24.3	-22.0	-10.9

variación que multiplicada por .52 produce una revaluación de 24 puntos. El notorio aumento del endeudamiento privado implicó una revaluación de 22 puntos, y el menor precio de los bienes transables se tradujo en una revaluación de casi 11 puntos, de acuerdo con los coeficientes estimados. La tasa de interés real, que en 1990 era de 4.9%, bajó a 2.5% en promedio entre 1992 y 1994, lo que implicó una revaluación de 2.5 puntos. Los efectos se encuentran resumidos en el Cuadro 9.

Para 1997 se puede proyectar la devaluación real que se obtendría, dado un comportamiento proyectado de las variables explicativas que se registra en el Anexo 8. Así, se proyecta una devaluación real de 0.3% para 1997, lo que significa que en términos prácticos permanece constante.

2. Estimaciones con el modelo de Edwards (1988)

Sin discutir las bondades del modelo de Edwards, y con el único propósito de tener un punto de referencia, se toman las elasticidades allí calculadas para ver si explican la trayectoria del tipo de cambio real en Colombia durante esta década. Hay supuestos bastante fuertes, como el que Colombia se comporta igual al promedio de los doce países de la muestra del estudio.

El modelo de Edwards es el siguiente (pg. 335)

$$\begin{aligned} D\log = & a1\log(tot) + a2\log(gc\text{gdp}) \\ & + a3\log(aranceles) + a4(capflo) \\ & + a5\log(techpro) - a6EXCRE \\ & + a7NOMDEV - a8(prem(t) - prem(t-1)) \\ & - a9\log(t-1) \end{aligned} \quad (7)$$

donde D=operador de primeras diferencias
e=tipo de cambio real

tot=términos de intercambio

gcgdp=gastos de consumo como % del PIB

capflo=flujos de capital

techpro=indicador de desarrollo tecnológico

EXCRE=indicador de exceso de crédito

prem(t)=premium del dólar en el mercado negro

Edwards presenta nueve versiones (en el Cuadro 4, pg. 337) de este modelo en las cuales se hacen distintas combinaciones de estas variables, y en donde además de la variable EXCRE introduce algunas otras que capturan distintos ángulos de la política macroeconómica. Específicamente, introduce la variable DEH, que es la relación del déficit del gobierno a la base monetaria rezagada un período. La variable EXCRE se calcula como la diferencia en la tasa de crecimiento del crédito interno y el crecimiento del PIB. Finalmente, la introducción del progreso técnico como variable explicativa responde a la hipótesis de Balassa (1964) y Samuelson (1964), según la cual éste es mayor en la producción de bienes transables que en la de no transables, fenómeno que, de acuerdo con la hipótesis original, sería más acentuado en los países de mayor nivel de ingreso. La siguiente sección de este documento está dedicada exclusivamente a este tema, así que por ahora basta decir que Edwards introduce el crecimiento del PIB para capturar este fenómeno.

Se ecoge la regresión 29.5 de Edwards, por ser la del mayor R^2 y porque incluye la variable aranceles, y se obtiene que las variables explicativas con sus respectivos coeficientes son: EXCRE (-.075), DEH (-.019), NOMDEV (.634), LTOT (-.003), aranceles (-.399), lgcgdp(-.016), crecimiento (.090). Sobre sus resultados, Edwards comenta acerca del relativamente elevado coeficiente de

la devaluación nominal y el signo contrario de la variable crecimiento que contradice la hipótesis Balassa-Samuelson.

Con base en estos coeficientes se efectuará un ejercicio de estática comparativa para explicar la evolución del tipo de cambio real en Colombia entre 1992 y 1996. Se escoge como punto inicial 1992, ya que de acuerdo con los resultados de secciones anteriores, en este año se obtiene un equilibrio cambiario. La inspección de la cuenta corriente de la balanza de pagos corrobora este hecho al notarse una reducción de los elevados niveles registrados en años anteriores.

Este período se puede dividir en dos: uno de revaluación (1992-1994) y otro de devaluación (1995-1996), por lo que se examinarán en forma separada.

En el subperíodo 1993-1994, el crédito interno real creció un 201% (Anexo 9), lo cual con el crecimiento acumulado del PIB de 9%, da como resultado un valor de EXCRE del orden del 192%. Este valor multiplicado por su respectivo coeficiente (-0.075) implica una revaluación de 14.4 puntos. La variable DEH, que es el déficit fiscal como proporción de la base monetaria del período anterior, pasa de .28 a .22 entre fines de 1992 y 1994, variación de .06 que multiplicada por su respectivo coeficiente produce una presión devaluacionista de .1 puntos. El peso se devaluó

nominalmente 13% en ese período, lo cual multiplicado por .63 se traduce en una devaluación de 8.2 puntos. Las otras variables tienen efectos casi despreciables dados los tamaños de los coeficientes que se están utilizando. Por ejemplo, los términos de intercambio que aumentan un 26% producen un efecto revaluacionista de apenas .1 puntos dada su baja elasticidad (.003). Por esta razón, para facilitar la presentación se agrupan ésta y las otras variables en un conjunto denominado "resto", cuyos efectos se resumen en el Cuadro 10.

Así, el modelo de Edwards pronosticaría una revaluación del orden del 6.1% cuando la efectivamente observada fue del 11.4%, lo que implica que el 54% de la revaluación observada es explicada por las variables de este modelo. Según estos resultados, el principal factor explicativo en el período 1992-1994 fue el exceso de crédito interno, lo que contrasta con los hallazgos de la sección anterior en los que este papel fue desempeñado por el gasto público.

El segundo subperíodo 1995-1996 es uno de devaluación real del peso. Siguiendo la misma metodología, se presentan los resultados en el Cuadro 11. Cabe anotar que la variable crédito interno neto cambia de signo negativo a positivo a partir de 1994, por lo que la tasa de crecimiento, tal como se le calcula usualmente carece de sentido. Por ello, dicha tasa se aproxima mediante

Cuadro 10. EXPLICACION DE LA TRAYECTORIA DEL TIPO DE CAMBIO REAL 1992-1994

Devaluación real observada	Efectos de las variables			
	Exceso de crédito	Déficit fiscal	Devaluación nominal	Resto
-11.4	-14.4	0.1	8.2	0.0

Cuadro 11. EXPLICATORIA DE LA TRAYECTORIA DEL TIPO DE CAMBIO REAL 1995-1996

Devaluación real observada	Efectos de las variables			
	Exceso de crédito	Déficit fiscal	Devaluación nominal	Resto
5.5	-10.4	-2.8	18.0	0.0

las diferencias logarítmicas de la variable modificada (se sumó 100) para obviar el valor negativo. Así las cosas, resulta una expansión del crédito interno real del orden del 140%, que ajustado por el crecimiento del PIB del 11%, termina en un exceso de crédito del 139% que implica una revaluación de 10.4 puntos. El déficit fiscal, como proporción de la base rezagada un período, aumenta extraordinariamente de .22 a .54 entre 1994 y 1996. Finalmente, el peso se ha devaluado (hasta junio) en un 29%, lo que produce una presión devaluacionista real de 18 puntos. El resto de las variables tienen efectos despreciables, los que se resumen en el Cuadro 11.

De esta manera, en el segundo subperíodo el modelo proyectaría una devaluación real del 4.85%, mientras que la efectivamente observada (hasta junio) fue de 5.5%. Lo anterior significa que un 88% de la variabilidad en la trayectoria del tipo de cambio real es explicado por las variables incorporadas en este modelo.

Los resultados de esta sección son bastante satisfactorios, dados los supuestos un tanto heroicos que hay que hacer para poder aplicar el modelo de Edwards. Se cumple el propósito de verificar la importancia de variables "reales" versus la devaluación nominal como determinantes del tipo de cambio.

3. Estimaciones con el modelo de Calderón (1995)

El modelo estimado en el trabajo más reciente sobre este tema en Colombia, que está sólidamente fundamentado conceptualmente, es el siguiente:

$$TCR = -1.75 + 0.25(LYCAP) + 2.25(G/PIB) + 1.43(DEF/PIB) + 0.28(PROD) \quad (8)$$

donde LYCAP= log del ingreso per cápita
G/PIB = gasto público como % del PIB
DEF/PIB= déficit como % del PIB
PROD= diferencial de productividades entre transables y no transables

El principal aporte del trabajo es vincular las productividades sectoriales a la evolución del tipo de cambio real (se discute en la próxima sección), pero ahí mismo radica el principal obstáculo para hacer las estimaciones deseadas, ya que no es clara la forma de medición de esta variable. Para obviar este problema se toma literalmente lo que él señala que "este factor ha contribuido a apreciar la TCR anual en más de 1%" (pg. 110).

Puesto que los coeficientes de Calderón son de largo plazo, se tomará un período suficientemente amplio. Así, en el lapso 1990-1996, en el que se

registró una revaluación del 20%, el ingreso per cápita creció alrededor de un 15%, que multiplicado por su coeficiente (.25), implica una revaluación del 3.75%. El gasto público total pasó de 17% del PIB al 26.5%, variación de 9.5 puntos del PIB que se traducen en una revaluación del 24%. El déficit del sector público pasó de 0.3 % del PIB a 2.5 % del PIB, lo que implica una revaluación del 3%. Y finalmente, la evolución de las productividades implicaría una revaluación del 6%. Dado lo anterior, el modelo de Calderón proyectaría una revaluación ligeramente superior a la observada⁹. El punto importante de recalcar es que la revaluación observada responde a la evolución de ciertas variables, siendo, en este sentido, una de equilibrio. En este caso extremo, la devaluación nominal no juega ningún papel.

Para 1997, si se proyecta que el déficit fiscal se mantiene constante, que el gasto público como % del PIB aumenta en 0.5 puntos y que el ingreso per cápita aumenta en cerca de dos puntos, el modelo de Calderón daría que la TCR de equilibrio se revaloraría en 1.8% sin tener en cuenta el 1% adicional que implicaría el factor de productividades diferenciales para un total de 2.8%.

4. Productividades sectoriales y la tasa de cambio real

a. Aspectos conceptuales

El objetivo de esta sección es examinar la validez de la hipótesis de Balassa-Samuelson, según la

cual la trayectoria del tipo de cambio real depende de la evolución de la productividad de los sectores productores de bienes transables comparada con la de los no transables. Este tema ha recordando el interés de los investigadores académicos (De Gregorio, Giovannini y Krueger (1993); Canzoneri, Cumby y Diba (1996)) y se expone claramente en Froot y Rogoff (1995) a donde se remite al lector para una ilustración sobre el tema.

El punto central consiste en que, bajo ciertos supuestos, un aumento en la productividad en el sector de los transables tenderá a aumentar el salario de toda la economía. Puesto que en el sector de los no transables no ha ocurrido ningún cambio, la única manera como los productores pueden hacer que el valor de la productividad marginal del trabajo suba (el salario subió) es mediante un aumento en el precio relativo de los bienes no transables. Es decir, tiene lugar una revaluación de la moneda como consecuencia de un mayor crecimiento de la productividad en el sector productor de bienes transables.

Dada la importancia de las implicaciones, se presenta un detalle mínimo de esta teoría, remitiendo al lector al artículo de Froot y Rogoff (1995) para todo el marco conceptual o al artículo de Milesi-Ferreti y Razin (1995) para el detalle de la derivación algebraica.

Los principales supuestos son: movilidad internacional de capitales; movilidad interna de los factores productivos; rendimientos constantes de los factores móviles en la función de producción. Se describe la producción de bienes mediante las siguientes funciones Cobb-Douglas, donde los supraíndices T y N indican la producción (Y) de transables y no transables respectivamente:

⁹ Cuando se observa la relación de precios de transables y no transables incorporados en el IPC, se registra una revaluación del 30% entre fines de 1990 y junio de 1996. Esta revaluación es superior a la que resulta cuando se toman otros indicadores de la tasa de cambio real. Por este motivo, la revaluación proyectada por el modelo de Calderón es superior a la proyectada por los otros modelos.

$$Y^T = A^T (L^T)^\theta (K^T)^{1-\theta} \quad (9)$$

$$Y^N = A^N (L^N)^\alpha (K^N)^{1-\alpha} \quad (10)$$

Si hay competencia en los dos sectores, la maximización de utilidades produce:

$$R = (1-\theta) A^T (K^T/L^T)^{-\theta} \quad (11)$$

$$R = P^N(1-\alpha) A^N (K^N/L^N)^{-\alpha} \quad (12)$$

$$W = \theta A^T (K^T/L^T)^{1-\theta} \quad (13)$$

$$W = P^N \alpha A^N (K^N/L^N)^{1-\alpha} \quad (14)$$

El anterior es un sistema de cuatro ecuaciones con cuatro incógnitas: K^T/L^T , K^N/L^N , W , P^N (es el precio relativo de los no transables, o sea que es el inverso de lo que usualmente se mira en Colombia que es el precio relativo de los transables en términos de no transables). El sistema se resuelve recursivamente: R , es la rentabilidad del capital determinada internacionalmente, lo que hace que mediante (11) se determine K^T/L^T . Una vez hallado ese valor, la ecuación (13) fija el salario, W . Quedan así las ecuaciones (12) y (14) para resolver las dos variables restantes.

Al diferenciar logarítmicamente el sistema de ecuaciones (11)- (14) resulta la ecuación básica del modelo (corresponde a la ecuación 3.7 de Froot y Rogoff, y el Apéndice II de Milesi-Ferreti y Razin trae un detalle de la derivación algebraica de una versión ligeramente distinta):

$$\hat{p} = (\alpha/\theta) \hat{a}^T - \hat{a}^N \quad (15)$$

donde $\hat{\cdot}$ indica la diferenciación logarítmica de la variable. La ecuación (15) expresa la evolución de la relación del precio relativo de los no transables (recuérdese que es el inverso de lo que en Colombia se asimila al tipo de cambio

real) en función de la diferencia en el crecimiento de las productividades de los transables y los no transables. Así, si la productividad de los transables aumenta en relación con la de los no transables, se produce un aumento en el precio de los no transables, lo que significa una apreciación o revaluación del tipo de cambio (es una disminución en nuestro índice del tipo de cambio real).

De esta manera, la hipótesis Balassa-Samuelson, en su forma más simple, implica que el tipo de cambio real se encuentra determinado exclusivamente por factores tecnológicos del lado de la oferta. Desde luego que el mundo real tiene rigideces que hacen que factores de demanda (como el gasto público) afecten el tipo de cambio real. Pero lo que desea resaltarse es el papel de las productividades diferenciales entre los transables y no transables en la determinación del tipo de cambio real.

b. El caso colombiano

En Colombia el tema de la relación específica entre la productividad y la tasa de cambio se ha tratado sólo en un par de trabajos. En uno de éstos (Clavijo, 1990) se propone un ajuste del índice del tipo de cambio real por la diferencia en el crecimiento de la productividad en Colombia y en los Estados Unidos. En otro trabajo (Clavijo, 1994) se propone ajustar la devaluación real corregida simplemente por la productividad laboral en Colombia. Finalmente, en el trabajo de Calderón (1994) se hace un tratamiento conceptual adecuado (expone en forma resumida la hipótesis Balassa-Samuelson) y obtiene buenos resultados econométricos. De acuerdo con el marco conceptual expuesto en esta sección, y los resultados de Calderón, los movimientos en el tipo de cambio real son producto de la evolución diferencial de la productividad y

por lo tanto, los "ajustes por productividad" propuestos por Clavijo son innecesarios.

Un trabajo reciente sobre los determinantes de la productividad en Colombia (Sánchez, Rodríguez y Méndez, 1996) encuentra una relación positiva entre la tasa de cambio real y la productividad total de los factores en toda la economía, al igual que en el sector industrial y también en el sector agrícola. No es clara la justificación de la inclusión de la tasa de cambio real como variable explicativa, pero parecería que, de acuerdo con lo expuesto en esta sección, la relación debería ser inversa y la productividad debería emplearse como variable explicativa del tipo de cambio real. Aunque una regresión no implica ninguna afirmación sobre causalidad estadística, parece más apropiado considerar el tipo de cambio como la variable endógena y la productividad como exógena. De todas maneras, la relación estadística positiva entre la productividad y el ITCR apunta en la dirección señalada en el párrafo anterior, en el sentido que los ajustes adicionales por productividad al tipo de cambio real están duplicando su verdadero efecto.

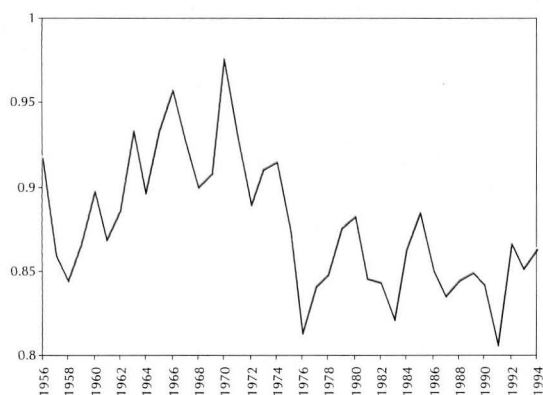
La mayor parte de los estudios de productividad sectorial no han hecho el análisis en términos relativos pues pretendían objetivos distintos (Sánchez, et. al., 1996, y Cárdenas, Escobar y Gutiérrez, 1995). La excepción la constituye el trabajo de Londoño (1995) en donde presenta la evolución de la productividad urbana en términos de la productividad agrícola. En lo que resta de esta sección se pretende verificar la hipótesis Balassa-Samuelson con la abundante información presentada en los trabajos mencionados en este párrafo, comenzando por la de Sánchez y Londoño, por ser los más comparables ya que tienen cálculos de la productividad agrícola e industrial (urbana en el caso de Londoño) y las series de

Sánchez son las más actualizadas. El trabajo de Cárdenas tiene información sólo de la industria con una buena desagregación, pero por limitaciones de tiempo se deja para una etapa posterior.

La primera dificultad radica en definir lo que es transable y lo que no lo es. Calderón en su trabajo aproxima la productividad sectorial (T y NT) con el ingreso sectorial, pero no es claro cómo se estimó este último. En una primera aproximación se asimilará al sector industrial como el de los transables y al agrícola como el de no transables¹⁰. Para examinar la evolución relativa de la productividad en ambos sectores se calculó la relación entre la productividad industrial y la agrícola para el período 1956-1994 (este es el período para el cual Sánchez calcula la serie de productividad industrial). La trayectoria de dicha relación (Gráfico 15) presenta varias características. En primer término, al comienzo es creciente y luego decreciente presentando una forma de U invertida. En términos generales, es decreciente entre mediados de los cincuenta y mediados de los noventa. En segundo lugar, a mediados de los años setenta se presenta un abrupto cambio de nivel en la serie y probablemente de tendencia de la misma.

¹⁰ Esta escogencia se corrobora con la siguiente información calculada con base en las cuentas nacionales para 1992: las exportaciones de origen agropecuario representaron el 37% del total de exportaciones, mientras que las de origen industrial fueron del 30%. Las importaciones agropecuarias participaron con el 9.5% del total, mientras que las industriales fueron el 79.6% del total. Finalmente, la suma de las exportaciones y las importaciones como proporción del producto de cada sector fueron: 43.9% para el agropecuario y 187% para el industrial. Se ajustó la producción industrial sacando la producción de café y pasándola al sector agropecuario, para hacer la información consistente con la información de comercio que incluyó al café cuando debería estar en el sector agropecuario.

Gráfico 15. RELACION DE PRODUCTIVIDADES DE TRANSABLES Y NO TRANSABLES



Este comportamiento de la relación de productividades es muy similar al que encontró Londoño, aunque no coinciden temporalmente las formas de U invertida. Las series de Londoño también arrojan, con mayor claridad, una tendencia decreciente, aunque sus datos sólo llegan hasta 1986 (Gráfica 16). Estos resultados son sorprendentes ya que implican que la productividad agrícola crece en el largo plazo más rápidamente que la industrial. Sin duda merecen un detallado análisis (adicional al que hace Londoño) que está fuera del ámbito de este trabajo.

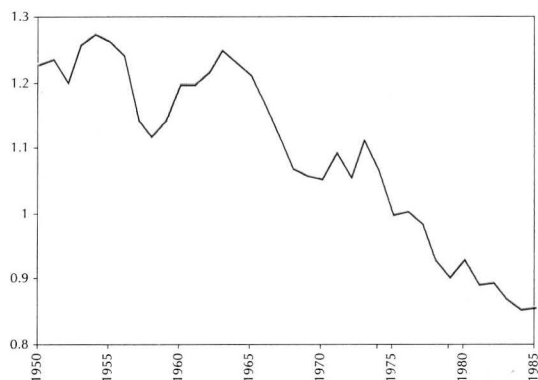
Verificaremos si en el largo plazo esta razón de productividades guarda alguna relación con el tipo de cambio real, para lo cual emplearemos la metodología de la cointegración. Si resulta que las dos variables están cointegradas, significa que presentan una relación estable de equilibrio en el largo plazo, pero transitoriamente pueden presentarse desviaciones de esta relación.

En el Anexo 10 se presenta el detalle de las pruebas y se obtiene que, independientemente

de si se trabaja con las series de Sánchez o Londoño, se obtienen dos resultados cruciales: de una parte, no se rechaza la hipótesis de cointegración de las series; de otra parte, el signo de la variable independiente en la regresión cointegrante es negativo, tal como lo sugiere la hipótesis Balassa-Samuelson: un aumento en la productividad de los transables (industria) conduce a una revaluación del tipo de cambio real. Este resultado implica que el tipo de cambio real y la razón de productividades presentan una relación estable en el largo plazo alrededor de la cual tenderán a gravitar, aunque en el corto plazo puedan presentar comportamientos divergentes.

Este análisis se puede complementar con la información de Cárdenas, et. al. de la productividad de la industria manufacturera, desagregada según el sector industrial. Esta información es de periodicidad anual para el período 1974-1992. Esta promete ser una fructífera tarea, ya que con base en datos de la industria mensual manufacturera, se puede verificar que los sectores industriales productores de bienes transables aumen-

Gráfico 16. RELACION DE PRODUCTIVIDADES DE TRANSABLES Y NO TRANSABLES



taron su productividad laboral en el período 1991-1994 a un ritmo de casi dos veces el de los sectores productores de no transables¹¹, período en el cual el tipo de cambio real se revaluó considerablemente.

5. Variables nominales vs. reales y demanda vs. oferta

Dado que los supuestos del modelo Balassa-Samuelson son bastante restrictivos como para suponer que el tipo de cambio real está determinado exclusivamente por factores reales de la oferta (como la relación de productividades), se pretendió incorporar variables de la demanda¹². Para ésto se tomaron la tasa de cambio real (TCEF), el gasto público total (GPUBTO), la relación de productividades (PRURAGJL)¹³, el PIB per cápita (PIBCAP) y la tasa de cambio nominal (TCNOM), y después de verificar que todas fuesen del mismo orden de integración (I(1)), se hizo el análisis de cointegración que se presenta en el Cuadro 12. Se puede ver allí que el sistema de cinco variables tiene cuatro vectores cointegrantes (al 5% de significancia), lo que indica que es un sistema bastante estable en el largo plazo¹⁴.

Puesto que los vectores de cointegración son simples relaciones estadísticas entre un conjunto de variables endógenas, en general no pueden

interpretarse como ecuaciones estructurales (Dickey, Jansen and Thornton, 1994). Phillips (1992) comenta cómo el método de Johansen arroja estimadores consistentes de la dimensión del espacio cointegrante (en este caso encontramos cuatro vectores), pero en general no se puede utilizar para estimar relaciones estructurales o hacer pruebas de hipótesis sobre un determinado coeficiente. El mismo punto lo anota Hargreaves (1994). Dado que nos interesa ver sólo una de las ecuaciones del sistema, aquella que describe el comportamiento del tipo de cambio real, se estima, como alternativa, una regresión cointegrante (Holden y Perman, 1994)¹⁵. Adicionalmente, puesto que es de particular interés examinar el impacto de una de las variables (del tipo de cambio nominal) sobre el tipo de cambio real, parece apropiado utilizar otro enfoque, aunque el de Johansen haya sido útil para ver qué tan estable es el sistema descrito.

El Cuadro 13A presenta la ecuación para el tipo de cambio efectivo. Esta regresión se puede interpretar como la relación de largo plazo (cuando se normaliza por la variable TCEF), siendo todos los signos los esperados. Los coeficientes de

¹¹ Se agradece a Andrés Langebaek la elaboración de estos cálculos, así como la separación de los sectores industriales en transables y no transables.

¹² Este ejercicio es muy similar al de Calderón, pero aquí se extiende el período muestral y se utilizan definiciones distintas de las variables.

¹³ Se actualizó la serie de Londoño hasta 1994 mediante un empalme con las series de Sánchez. et. al.

¹⁴ El modelo escogido es uno con constante y sin tendencia determinística, aunque no se hicieron todas las pruebas de selección del modelo óptimo. El número de rezagos se escogió combinando el criterio de información de Akaike con el de la normalidad de los residuos del modelo de vectores de corrección de errores. El AIC señalaba continuas ganancias con la inclusión de rezagos, por lo que este criterio indicaba que el número era cinco. En este caso resultaban cuatro vectores cointegrantes. Sin embargo, el estadístico Jarque-Bera de normalidad de los residuos de la primera ecuación, que es la que nos interesa, se reducía a la mitad al aumentar los rezagos de tres a cinco, por lo que se optó por los tres rezagos.

¹⁵ Es preciso hacer las pruebas de exogeneidad de las variables tasa de cambio nominal, gasto público y relación de productividades, con respecto al tipo de cambio real.

Cuadro 12. COINTEGRACION DEL TIPO DE CAMBIO REAL, EL GASTO PUBLICO, EL TIPO DE CAMBIO NOMINAL, EL PIB PER CAPITA Y LA RELACION DE PRODUCTIVIDADES

Muestra: 1950-1994

Número de observación: 41

Supuesto: Serie sin tendencia determinística

Intervalos: 1 a 3

Eigenvalue	Posibilidad	Valor crítico 5%	Valor crítico 1%	Hipótesis
0.654	115.34	76.07	84.45	None**
0.523	71.87	53.12	60.16	At most 1**
0.343	41.55	34.91	41.07	At most 2**
0.309	24.31	19.96	24.60	At most 3*
0.199	9.14	9.24	12.97	At most 4

*(**) La hipótesis se rechaza con un nivel de confianza de 5% (1%).

El test L.R. indica 4 ecuaciones de cointegración con un nivel de cofianza de 5% (1%).

Los coeficientes de cointegración no normalizados

TCEF	PRURAGJL	GPUBTO	PIBCAP	TCNOM	C
0.003	-3.279	0.044	-0.001	0.002	11.132
-0.008	-7.319	-0.016	-9.46E-05	0.006	10.570
0.003	-2.166	-0.006	2.19E-05	-0.013	2.348
-0.009	0.996	0.020	-0.000	-0.002	0.967
0.009	0.871	0.020	-0.000	-0.004	0.943

TCEF: Tasa de cambio efectiva.

PRURAGJL: Productividad de transables/no transables.

GPUBTO: Gasto Público Total.

PIBCAP: PIB per cápita.

TCNOM: Tasa de cambio nominal promedio.

Coeficiente de integración normalizado

TCEF	PRURAGJL	GPUBTO	PIBCAP	TCNOM	C
1.000000	-398.681	5.331	-0.084	0.237	1353.449
	(170.527)	(1.183)	(0.019)	(0.279)	(400.061)
Log likelihood	-473.373				

Coeficiente de integración normalizado

TCEF	PRURAGJL	GPUBTO	PIBCAP	TCNOM	C
1.000	0.000	4.366	-0.056	-0.051	548.224
		(0.829)	(0.010)	(0.229)	(107.167)
0.000	1.000	-0.002	7.13E-05	-0.001	-2.020
		(0.001)	(1.6E-05)	(0.000)	(0.167)
Log likelihood	-458.211				

Coeficiente de integración normalizado

TCEF	PRURAGJL	GPUBTO	PIBCAP	TCNOM	C
1.000	0.00	0.000	0.005	-2.625	-99.230
			(0.006)	(1.638)	(76.223)
0.000	1.00	0.00	3.78E-05	0.001	1.661
			(4.1E-06)	(0.001)	(0.049)
0.000	0.000	1.000	-0.014	0.590	148.282
			(0.001)	(0.378)	(17.565)
Log likelihood	-449.590				

Coeficiente de cointegración normalizado

TCEF	PRURAGJL	GPUBTO	PIBCAP	TCNOM	C
1.000	0.000	0.000	0.000	-0.938	-44.207
				(0.755)	(8.300)
0.000	1.000	0.000	0.000	0.014	1.232
				(0.009)	(0.103)
0.000	0.000	1.000	0.000	-4.229	8.870
				(2.822)	(31.023)
0.000	0.000	0.000	1.000	-347.851	-113.440
				(228.355)	(2510.48)
Log. likelihood	-442.0051				

Cuadro 13A. ECUACION ESTRUCTURAL PARA EL TIPO DE CAMBIO REAL

Variable dependiente: TCEF

Muestra: 1950-1996

Número de observaciones: 47

Variable	Coefficiente	Error estándar	Estadístico t	Probabilidad
C	-28.231	5.904	-4.781	0.000
PRURAGJL	-40.159	11.765	-3.413	0.001
PIBCAP	0.010	0.001	7.782	0.000
TCNOM	0.035	0.017	1.986	0.054
GPUBTO	-0.706	0.169	-4.172	0.000
R ²	0.717	Media		83.434
R ajustado	0.691	Desviación estándar		24.405
SE de la regresión	13.418	Criterio Akaike		5.274
Residuo	774.132	Criterio Schwartz		5.432
Logaritmo	-186.638	Estadístico F		36.393
DW	0.405	Probabilidad		0.000

esta regresión estática son los valores de largo plazo y convergen a su verdadero valor, por lo que pueden utilizarse sin necesidad de especificar la representación dinámica (modelo de corrección de errores) para hacer inferencias sobre el largo plazo. Este análisis de las variables en niveles es válido dado el orden de integración de las variables que se examinan y el hecho de que están cointegradas; los coeficientes estimados son consistentes aunque su distribución no es estándar (Stock y Watson, 1988). Puesto que estos resultados son asintóticamente válidos, pueden tener sesgos en muestras finitas y pequeñas como la que nos ocupa. Adicionalmente, los residuos presentan problemas de autocorrelación y heteroscedasticidad.

Todo lo anterior hace indispensable corregir la estimación de mínimos cuadrados ordinarios (MCO), estimando una matriz de varianzas-covarianzas consistente, mediante la metodología

de Newey-West (1988). Phillips y Hansen (1990) muestran cómo una corrección de la regresión estática de MCO, similar a la aquí efectuada incorporando la información de los residuos para estimar una matriz consistente de varianzas-covarianzas, es equivalente a la estimación de todo el sistema dinámico mediante la metodología de máxima verosimilitud. El Cuadro 13B resume los resultados.

Varias cosas merecen destacarse. En primer lugar, se puede comprobar que la serie de los residuos es estacionaria (Gráfico 17)¹⁶, lo que permite inferir que no se omitió ninguna variable importante que sea integrada (I(1)). Esto significa que el residuo tiende a gravitar alrededor de una media, observándose que en 1995 y 1996 ha estado ubicado por encima de ésta entre un 3%

¹⁶ Se efectuaron la prueba ampliada de Dickey-Fuller (ADF) y el estadístico de Phillips-Perron.

Cuadro 13B. ECUACION ESTRUCTURAL PARA EL TIPO DE CAMBIO REAL CON METODOLOGIA DE NEWEY-WEST

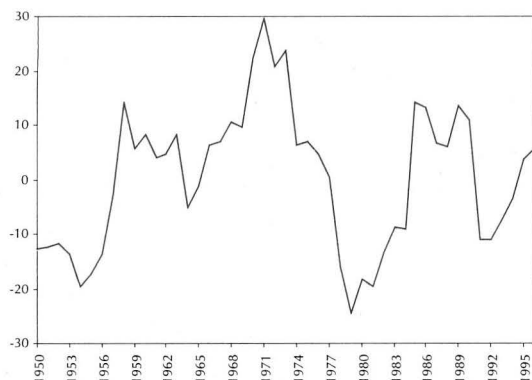
Variable dependiente: TCEF

Muestra: 1950-1996

Número de observaciones: 47

Variable	Coefficiente	Error estándar	Estadístico t	Probabilidad
C	-28.231	5.904	-4.781	0.000
PRURAGJL	-40.159	15.958	-2.517	0.016
PIBCAP	0.010	0.002	6.710	0.000
TCNOM	0.035	0.024	1.425	0.162
GPUBTO	-0.706	0.173	-4.087	0.000
R ²	0.717	Media		83.434
R ajustado	0.698	Desviación estándar		24.405
SE de la regresión	13.418	Criterio Akaike		5.274
Residuo	7741.317	Criterio Schwartz		5.432
Logaritmo	-186.638	Estadístico F		36.393
DW	0.405	Probabilidad		0.000

Gráfico 17. RESIDUOS DE LA ECUACION DEL TIPO DE CAMBIO REAL



y un 5%, lo que implica que el tipo de cambio efectivo tendería a revaluarse en el largo plazo para regresar a la media estacionaria.

En segundo lugar, la tasa de cambio nominal resultó no significativa, ni siquiera al .1 de signifi-

cancia, lo que coincide con los resultados de Calderón (1995) para otro período muestral y distintas definiciones de las variables. Aún haciendo caso omiso de la no significancia estadística del coeficiente, su valor es cuantitativamente reducido, ya que al multiplicar dicho coeficiente por los respectivos valores promedios de las variables resulta una elasticidad de .07, lo que significaría que una devaluación nominal del 10% se refleja en un mayor tipo de cambio real de menos del 1% en el largo plazo. Este resultado contrasta marcadamente con los de ejercicios en los cuales se corren regresiones de la tasa de devaluación nominal con la tasa de devaluación real y se encuentra un efecto importante de la primera variable sobre la segunda. Los resultados de esta sección indican que dicha relación es exclusivamente de corto plazo¹⁷.

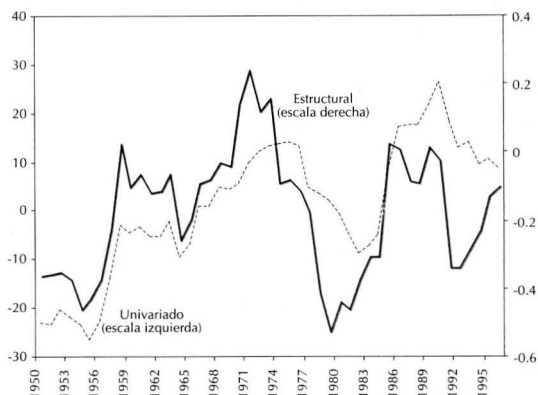
El coeficiente del gasto público, -.7, implica una elasticidad, al multiplicar por los valores medios

de las variables, de -0.6 , lo que implica que un aumento del gasto público del 10% está asociado con un menor tipo de cambio real del 6%. De igual manera, un aumento del 10% en la relación de productividades entre transables y no transables implica un menor tipo de cambio real del 5% en el largo plazo. La mayor elasticidad en el largo plazo la tiene el PIB per cápita, del orden de 2, lo que implica que un aumento del 10% en esta variable está asociado con un aumento del tipo de cambio real del 20%. Este último resultado no concuerda con la hipótesis de Balassa, ni con los resultados de Calderón, ya que implicaría que a través del tiempo hay una menor demanda relativa por bienes no transables o que la elasticidad ingreso de los bienes no transables es menor que uno. Este tema merece un estudio más detallado.

Finalmente, cabe preguntarse sobre la relación de los resultados de este ejercicio con la descomposición efectuada en la sección anterior. El Gráfico 18 presenta el residuo de la regresión cointegrante y el indicador de desequilibrio cambiario construido mediante el análisis univariado con la metodología de Beveridge y Nelson. Se puede ver la alta correlación en la trayectoria de ambas variables, siendo la única excepción el período 1994-1996 en la que arrojan resultados opuestos. Este tema merece mayor atención, pero permite dudar de los resultados de sobrevaluación obtenidos en secciones anteriores.

Este ejercicio permite concluir que las variables de oferta son muy importantes en la determi-

Gráfico 18. INDICADORES DE DESEQUILIBRIOS SEGUN EL MODELO ESTRUCTURAL Y EL UNIVARIADO



nación del TCEF, pero las de demanda también son relevantes. En lo que se refiere al tipo de cambio nominal, tiene un efecto no significativo estadísticamente en el largo plazo, y tiene cuantitativamente un impacto despreciable sobre el TCEF.

IV. CONCLUSIONES

Los interrogantes de si la cuenta corriente de la balanza de pagos es financiable o no, y de si el tipo de cambio real es sostenible en el largo plazo, están íntimamente relacionados por varias razones. En primer lugar, porque los desequilibrios en la cuenta corriente pueden ser originados por desalineamientos en los precios relativos de los bienes transables. En segundo término, la cuenta corriente será financiable en la medida en que no se anticipen cambios en precios relativos que impliquen pérdidas de capital para los agentes financiadores de esta economía.

Lo anterior nos llevó a comenzar el estudio desde el punto de vista del financiamiento de la cuenta

¹⁷ Para poder hacer el análisis separando el corto y el largo plazo es preciso construir el mecanismo de corrección de errores. El efecto de largo plazo, estimado a partir de la regresión cointegrante o del mecanismo de corrección de errores debe ser igual (Bardsen, 1989).

corriente y a tratar de determinar qué tipo de decisiones son las que finalmente se reflejan en el déficit de la cuenta corriente. En lo que al financiamiento se refiere, en el período 1950-1993 se confirmó una significativa movilidad de capitales utilizando una metodología originalmente diseñada por Feldstein y Horioka, y posteriormente modificada por otros. Según estos resultados, el ahorro y la inversión domésticos no están estadísticamente relacionados, implicando que la segunda se financia con ahorro de origen externo. Esta correlación se verifica claramente para el caso colombiano al efectuar las pruebas de Sachs sobre la relación entre la cuenta corriente y la inversión. Estos resultados muestran que, además de haber una movilidad de capitales, las decisiones de gasto de los agentes buscan reducir oscilaciones en el consumo, y al presentarse choques de alguna índole, se financian externamente.

La cuenta corriente, que es el balance de decisiones puramente intertemporales como son el ahorro y la inversión, necesariamente debe ser de la misma naturaleza. Este enfoque intertemporal de la cuenta corriente se verificó estadísticamente al estudiar sus determinantes en el período 1950-1996. Así, las fluctuaciones del producto por encima de su tendencia tienden a ahorrarse, mientras que los gastos transitoriamente elevados (del sector público y del privado) generan desahorro o financiamiento externo. Con base en las regresiones efectuadas, se estimó que el deterioro de la cuenta corriente experimentado entre 1990 y 1996 se explica en un 45% por un gasto público excesivo, en un 36% por el aumento de la inversión del sector privado, en un 8% por el efecto de la caída del PIB en relación con el potencial, y el restante 11%, por efecto de la corrección en el tipo de cambio real.

Se estimó un nivel óptimo (o financierable en el largo plazo) de la cuenta corriente, construido a partir de un flujo de caja esperado, encontrándose

que la cuenta corriente óptima ha aumentado desde comienzos de los años noventa. Es decir, el déficit financierable es menor que a comienzos de la década. Al comparar el saldo financierable en el largo plazo con el observado, se encuentra que en 1996 se registra un nivel excesivo del orden de los US\$3,000 millones. Dado que la economía colombiana no tiene acceso restringido al financiamiento externo, lo que la discrepancia entre el nivel óptimo y el observado indica es una posición de vulnerabilidad de la economía a choques aleatorios de cualquier naturaleza. Dicha divergencia también debe afectar el costo de financiamiento externo. Para cerrar la brecha descrita se estimó una reducción del gasto público cercana a los \$31.6 mil millones de pesos constantes de 1975, lo que equivale a \$2.8 billones corrientes. Se escogió ésta como la variable de ajuste por ser aquella sobre la cual las autoridades tienen un mayor grado de control, y porque según Stanley Fischer, una de las lecciones de política económica que debería quedar de la experiencia chilena de la última década es el uso de la política fiscal como herramienta para compensar los desequilibrios del sector externo.

En cuanto al tipo de cambio real de largo plazo, éste se estimó como el componente permanente de la serie observada. La descomposición efectuada corrobora lo encontrado en estudios anteriores, e indica que para 1995 y 1996 el tipo de cambio real estaría ligeramente por debajo del nivel de largo plazo. Sin embargo, cuando se compara este desequilibrio con el observado en otras épocas, resulta prácticamente inexistente. En este sentido, el tipo de cambio real estaría en un nivel cercano al de equilibrio. En septiembre de 1996, el tipo de cambio real observado estaba por debajo del nivel de largo plazo, pero dicha desviación no sería superior al 5%.

Sin embargo, este resultado no se sostiene, e incluso es totalmente opuesto y de igual magnitud, cuando se compara con el de una ecuación estructural multivariada para el tipo de cambio real, que es otra forma de examinar si el tipo de cambio real observado es uno de equilibrio. Así se verifica que la trayectoria del tipo de cambio real guarda correspondencia con la de otras variables, específicamente con el gasto público, el PIB per cápita, la tasa de cambio nominal y la relación de productividades en la producción de bienes transables y no transables. En cuanto a esta última variable, se encontró que el tipo de cambio real estaba cointegrado con dos indicadores distintos de la relación de productividades de bienes transables y no transables, con lo cual se establece que existe una relación de largo plazo entre las dos variables, y aunque transito-

riamente puedan divergir la una de la otra, en horizontes amplios, gravitarán alrededor de esta tendencia común. Este resultado es de vital importancia porque resalta el papel del factor tecnológico del lado de la oferta en la determinación del tipo de cambio real.

Adicionalmente, con base en tres modelos distintos, publicados anteriormente sobre el tema del tipo de cambio real, se pudo comprobar que la revaluación observada desde 1990 obedece a cambios en las variables determinantes: por un lado están las variables del lado de la demanda como el gasto público, los términos de intercambio, el ingreso per cápita; por otro lado están las variables de oferta, como es la relación de productividades de los bienes transables y los no transables, corroborando la hipótesis Balassa-Samuelson.

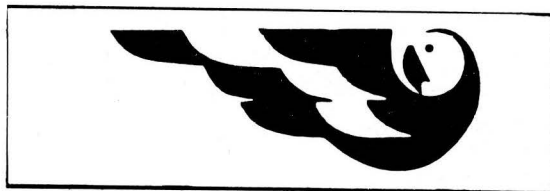
BIBLIOGRAFIA

- Balassa, B. (1964), "The purchasing power doctrine: A reappraisal", *Journal of Political Economy* 72; pp. 584-596
- Bardsen, G. (1989), "Estimation of long-run coefficients in error correction models"; *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 51, 2.
- Banjeree, A., Dolado, J. Galbraith, J. Hendry, D. (1993) *Cointegration, Error-Correction, and the Analysis of Non-Stationary Data*, Advanced Texts in Econometrics, Oxford University Press.
- Beckett, S. y Selton, G. (1989), "¿Has financial market volatility increased?" *Economic Review*, junio, Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Beveridge, S. y Nelson, C. (1981), "A new approach to decomposition of economic time series into permanent and transitory components with particular attention to measurement of the business cycle", *Journal of Monetary Economics* 7, pp 151-174
- Calderón, A. (1995), "La tasa de cambio real en Colombia: mitos y realidades", *Coyuntura Económica*, junio.
- Calvo, G. y Mendoza, E. (1995), "Reflections on Mexico's balance of payments crisis: A chronicle of a death foretold", University of Maryland, agosto.
- Campbell, J. y Shiller, R. (1987), "Cointegration and tests of present value models", *Journal of Political Economy* 95, octubre, pp. 1062-1088
- Canzoneri, M., Cumby, R. y Diba, B. (1996), "Relative labor productivity and the real exchange rate in the long run: evidence of a panel of OECD countries" NBER Working Paper 5676, julio.
- Cárdenas, M. y Escobar, A. (1996), "Los determinantes del ahorro interno en Colombia: 1925-1994", Documento Fedesarrollo, agosto.
- Cárdenas, M. Escobar, A. y Gutiérrez, C (1995), Productividad y competitividad en Colombia: 1950-1994. Documento Fedesarrollo, mayo.
- Cárdenas, M. y Garay, L.J. (1993), *Macroeconomía de los Flujos de Capital en Colombia y América Latina*. Tercer Mundo Editores.
- Carrasquilla, A. y Rincón, H. (1990), "Relaciones entre déficit público y ahorro privado: aproximaciones al caso colombiano" *Ensayos Sobre Política Económica*, 18, diciembre, pp.75-98.
- Clarida, R. y Gali, J. (1994), "¿Sources of real exchange rate fluctuations: how important are nominal shocks?" *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy* 41, diciembre, pp. 1-56.
- Clavijo, S. (1990), "Productividad laboral, multifactorial y la tasa de cambio real en Colombia", *Ensayos sobre Política Económica*, 17, junio, pp. 73-97.
- Clavijo, S. (1994), "Crecimiento económico y productividad en Colombia: una perspectiva de largo plazo", *Archivos de Macroeconomía*, 30, DNP junio.
- Cuddington, J. y Winters, A. (1987), "The Beveridge Nelson decomposition of economic time series: a quick computational method", *Journal of Monetary Economics*, 19, pp. 125-127
- De Gregorio, J. Giovannini, A. y Wolf, H. "The behavior of nontradable goods prices in Europe: evidence and interpretation", *Review of International Economics* 2, pp. 284-305.
- Dickey, D., Jansen, D. y Thornton, D. (1994), "A primer on cointegration with an application to money and income", *Cointegration for the Applied Economist*, ed. B. Rao, St. Martin's Press.
- Easterly, J. (1991), "La macroeconomía del déficit del sector público: el caso colombiano", *Ensayos sobre Política Económica*, 20, diciembre, pp. 107-141.
- Edwards, S. (1988), "Real and monetary determinants of real exchange rate behavior: theory and evidence from developing countries", *Journal of Development Economics*, 29, pp. 311-341
- Feldstein, M. (1983), "Domesic savings and international capital movements in the long run and in the short run", *European Economic Review*, 21, marzo.
- Feldstein, M. y Horioka, C. (1980), "Domestic saving and international capital flows", *Economic Journal* 90, pp. 314-329.
- Frankel J. y Rose, A. (1995), "Empirical research on nominal exchange rates", *Handbook of International Economics*, vol. III, ed. G. Grossman y K. Rogoff.
- Froot, K. y Rogoff, K. (1995), "Perspectives on PPP and long run real exchange rates", *Handbook of International Economics*, op. cit.
- Gonzalo, J. "Comparison of five alternative methods of estimating longrun equilibrium relationships", Discussion Paper, University of California at San Diego.

- Gosh, A. y Ostry, J (1995), "The current account in developing countries: a perspective from the consumption-smoothing approach", *The World Bank Economic Review*, 9, 2. mayo, pp. 305-333.
- Hargreaves, C. (1994), "A review of methods of estimating cointegrating relationships" ed. Hargreaves, C. *Nonstationary Time Series Analysis and Cointegration, Advanced Texts in Econometrics*, Oxford University Press.
- Herrera, S. (1989), "Determinantes de la trayectoria del tipo de cambio real en Colombia", *Ensayos sobre Política Económica*, 15, junio, pp. 5-23.
- Herrera, S. (1991a), "Movilidad de capitales en la economía colombiana", *Banca y Finanzas*, 21, julio. Asobancaria.
- Herrera, S. (1991b), "¿Qué tan grande es el desequilibrio cambiario en Colombia?", *Ensayos sobre Política Económica*, 20, diciembre, pp. 145-174.
- Herrera, S. y Alonso, G. (1990), "La demanda de importaciones en Colombia: 1952-1989", *Ensayos sobre Política Económica*, 18, diciembre, pp. 51-73.
- Holden, D. y Perman, R. (1994), "Unit roots and cointegration for the economist", *Cointegration for the Applied Economist*, ed. B. Rao, St. Martin's Press.
- Londoño, J.L. (1995), *Distribución del Ingreso y Desarrollo Económico: Colombia en el Siglo XX. Tercer Mundo*.
- López, A. (1996), "Why did colombian private savings fall in the early 90s?" mimeo. marzo
- Milesi-Ferreti, G.M. y Razin, A. (1995), "Current Account Sustainability", mimeo, diciembre.
- Miller, S. (1988), "The Beveridge Nelson decomposition of economic time series: another economical computational method", *Journal of Monetary Economics*, 21, pp.141-142.
- Montes, F. (1982), "Principales determinantes del comportamiento de la cuenta corriente durante la década", *Ensayos sobre Política Económica*, 2, diciembre.
- Mood, A., Graybill, F. y Boes, D. (1974), *Introduction to the Theory of Statistics*. Mc. Graw Hill.
- Newey, W. y West, K. (1987), "A simple positive semi-definite heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix", *Econometrica*, 55, pp. 703-708.
- Obstfeld, M. (1986), "Capital flows, the current account and the real exchange rate:some consequences of stabilization and liberalization", *Economic Adjustment and Exchange Rates in Developing Countries*, ed. Edwards, S. y L. Ahamed. University of Chicago Press.
- Obstfeld, M. y Rogoff, K. (1995), "The intertemporal approach to the balance of payments" *Handbook of International Economics*, op.cit.
- Ocampo, J.A. (1988), "Una nota sobre la relación entre financiamiento externo, ahorro e inversión", *Ensayos Sobre Política Económica*, 13, junio pp.87-96.
- Phillips, P. (1992), "The tail behaviour of maximum likelihood estimators of cointegrating coefficients in ECM" mimeo, Cowless Foundation, Yale University.
- Phillips, P. y Hansen E. (1990), "Statistical inference in instrumental variables regression with I(1) processes", *Review of Economic Studies*, 57, pp. 99-125.
- Roubini, N. (1988), "Current account and budget deficits in an intertemporal model of consumption and taxation smoothing: a solution to the Feldstein-Horioka puzzle" *NBER Working Paper 2773*, noviembre.
- Sachs, J. (1983), "Aspects of the current account behavior of OECD economies", *Recent Issues in the Theory of Flexible Exchange Rates*, ed. E. Claassen y P.Salin., North Holland.
- Sachs, J., Tornell, A. y Velasco, A. (1996), "Financial crises in emerging markets: the lessons from 1995" *NBER Working Paper 5576*, mayo.
- Sanchez, F., Rodríguez, J. Núñez, J. (1996), "Evolución y determinantes de la productividad en Colombia: un análisis global y sectorial", *Archivos de Macroeconomía*, 50, DNP, agosto.
- Samuelson (1964), "Theoretical notes on trade problems", *Review of Economics and Statistics* 46, pp. 145-164.
- Stock, J. y Watson, M. (1988), "Variable trends in economic time series", *Journal of Economic Perspectives*, vol.2, No. 3, pp. 147-174.

Informes de Investigación

Adpostal



Llegamos a todo el mundo !

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

ESTOS SON NUESTROS SERVICIOS

VENTA DE PRODUCTOS POR CORREO

SERVICIO DE CORREO NORMAL

CORREO INTERNACIONAL

CORREO PROMOCIONAL

CORREO CERTIFICADO

RESPUESTA PAGADA

POST EXPRESS

ENCOMIENDAS

FILATELIA

CORRA

FAX

LE ATENDEMOS EN LOS TELEFONOS

243 8851 - 341 0304 - 341 5534

980015503

FAX 283 3345

El posible destino de los ingresos del narcotráfico

Roberto Steiner Sampedro¹

I. INTRODUCCION

En la primera parte de esta investigación (Steiner, 1996) se elaboró una serie anual de los ingresos netos de divisas que residentes colombianos habrían obtenido por concepto de la exportación de drogas ilícitas (DI) durante 1980-95². En la medida de lo posible, se hizo un esfuerzo por asegurar que los estimativos fuesen consistentes tanto con evidencia referente a la demanda en

países desarrollados como con estudios sobre ingresos por exportación de base de coca obtenidos por Bolivia y Perú, principales abastecedores de materia prima de los exportadores colombianos de cocaína. La principal conclusión a la que se llegó es que desde 1987, los ingresos netos de divisas por exportación de DI habrían sido relativamente estables, ubicándose, en términos nominales, entre \$1,500 y \$2,500 millones anuales³.

Las implicaciones económicas del narcotráfico dependen en parte del destino mismo de las divisas. En el caso extremo de que éstas se mantengan en el exterior bajo la forma de capital fugado de los narcotraficantes, el impacto del narcotráfico en Colombia será mínimo. En particular, no se producirán los cambios en precios relativos típicos de una "bonanza" exportadora, cambios con efectos positivos sobre

¹ El autor es investigador asociado a Fedesarrollo. Este documento forma parte de un proyecto de investigación sobre algunos aspectos económicos relacionados con la exportación de drogas ilegales por parte de Colombia, el cual se hace posible gracias al apoyo financiero del Banco de la República, entidad que no asume ninguna responsabilidad por el contenido del trabajo. Se agradecen los comentarios de Olver Bernal, Patricia Correa, Juan C. Jaramillo, Miguel Urrutia y de los asistentes al seminario semanal de Fedesarrollo. Asimismo, se agradece la valiosa colaboración de María Angélica Arbeláez.

² No se descarta la posibilidad de que colombianos residentes en otros países participen de la distribución minorista de DI y que, por consiguiente, se hagan a ingresos adicionales a los considerados en esta investigación. Los mismos serían ingresos de residentes de países diferentes a Colombia.

³ En lo que sigue, y a menos que se indique lo contrario, los valores están en dólares americanos.

algunos sectores y negativos sobre otros y cuyo efecto neto solamente se puede capturar a través de un modelo computable de equilibrio general, tema que rebasa los propósitos de esta investigación. En caso de que los narcotraficantes ingresen a Colombia parte o la totalidad de las divisas que obtienen mediante la exportación de DI, algunos efectos también serán diferentes según el mecanismo mediante el cual lo hagan.

Como es apenas lógico, es virtualmente imposible cuantificar los recursos que los narcotraficantes mantienen en el exterior⁴. En virtud a ello, quizás la mejor aproximación que se puede dar al problema que acá nos ocupa consiste en tratar de verificar la importancia de los ingresos del narcotráfico sobre algunas operaciones cambiarias seleccionadas.

Durante el período 1980-95, Colombia ha tenido, en esencia, tres regímenes cambiarios claramente diferenciados. Desde 1980 y hasta 1991 prevaleció un sistema de tasa de cambio fija, con un estricto control de cambios centralizado en el Banco de la República (BR)⁵. Entre finales de 1991 y 1994 se mantuvo fija la tasa de cambio, pero se relajó considerablemente el control de cambios, al tiempo que el mercado cambiario se descentralizó. A partir de 1994 se introdujo un

sistema de flotación al interior de una banda cambiaria⁶.

Hasta 1991, toda operación cambiaria tenía que hacerse a través del banco central, el llamado mercado oficial. A partir de 1991, el mercado oficial centralizado da paso al mercado cambiario -constituido por una amplia gama de intermediarios financieros y por las casas de cambio legalmente establecidas- y al mercado libre. Para varias operaciones desaparece el requisito de reintegro a través del mercado cambiario, aunque se mantiene la obligación de canalizar por el mismo las importaciones por encima de cierto valor y el servicio de la deuda.

Desde 1991, los intermediarios del mercado cambiario pueden adquirir divisas del mercado libre. Ello no implica de ninguna manera que se hayan convertido en legales todas las actividades que antes no lo eran -incluidas el contrabando, las exportaciones ilícitas y las exportaciones ficticias. Lo que sí implica es que diversas operaciones cambiarias que antes estaban prohibidas y que consiguientemente se hacían a través del mercado negro -por ejemplo las compras de dólares para viajeros por encima de determinado

⁴ La información sobre depósitos bancarios de colombianos en el exterior producida rutinariamente por el *Banco Internacional de Pagos* -y utilizada por Gunter (1991) en su estudio sobre fuga de capitales en Colombia y por Gómez y Santa María (1994) en su estudio sobre narcotráfico- es poco confiable, incluso en lo que hace referencia a agentes involucrados en actividades lícitas. Entre otros problemas, en ocasiones dichas cifras incluyen como depósitos del sector privado recursos del sector público descentralizado. Además, y lo que es más preocupante para los propósitos que acá se persiguen, el BIS no reporta información sobre bancos ubicados en diversos "paraísos fiscales."

⁵ Como es usual, por tasa de cambio fija se hace referencia a un esquema en el cual la tasa de cambio es establecida por la autoridad cambiaria, por un determinado período de tiempo. Este sistema contrasta con uno de libre flotación, en el cual la tasa de cambio se determina libremente en el mercado cambiario, sin intervención del banco central.

⁶ El sistema de bandas es un híbrido; al interior de la misma, la tasa de cambio flota libremente. En los extremos opera una tasa de cambio fija, con plena intervención por parte del banco central. En cierto sentido, y bajo determinadas condiciones, lo mismo se puede decir del mecanismo de los certificados de cambio con descuento que operó entre 1991 y 1994.

límite- ahora se pueden hacer bien sea a través del mercado cambiario o del mercado libre. Se puede argumentar entonces que, en su afán de volver lícitas varias operaciones de cambio normales, a partir de 1991 quizás se incrementaron los "vasos comunicantes" entre los diferentes mercados cambiarios. Ello por supuesto no significa ni que se hayan legalizado operaciones delictivas ni que se hayan relajado los controles sobre las mismas. De hecho, mientras que bajo el estricto control de cambios que imperó hasta 1991 no era delito el "lavado de dinero", hoy en día sí lo es. Además, en la actualidad existen diversos controles *ex post*, diseñados especialmente con el propósito de limitar la posibilidad de que divisas originadas en actividades ilícitas ingresen al mercado cambiario.

Como norma general, el control de cambios genera un mercado negro a donde acuden, entre otros, aquellos operadores que quieren diversificar internacionalmente su portafolio financiero, pero que no lo pueden hacer a través del mercado oficial. En dicho mercado suele imperar una tasa de cambio superior a la tasa de cambio del mercado oficial. El rasgo particular de la situación colombiana es que debido en parte, pero no exclusivamente, a la abundancia de divisas de dudosa procedencia, ha sido usual encontrar períodos en los cuales la cotización del mercado negro se ha ubicado por debajo de la del mercado oficial. En esas circunstancias, habrá importadores que con el propósito no sólo de evadir aranceles sino también de hacerse a divisas más baratas, canalizan sus compras de productos extranjeros a través de dicho mercado. De otra parte, algunos oferentes de divisas, incluidos quienes efectúan exportaciones ilícitas, harán esfuerzos por vender parte o la totalidad de sus divisas a la mejor tasa de cambio, usualmente en el mercado oficial.

El arbitraje se encarga de que los mercados negro y oficial no sean independientes el uno del otro. Una vez tomada la decisión de reintegrar sus ingresos a Colombia, los tenedores de divisas originadas en la exportación de DI tratarán de venderlas donde les resulte más beneficioso. El beneficio es función del precio relativo en cada mercado y de la probabilidad de tener éxito en hacer aparecer como lícitas exportaciones que no lo son. Como en el caso de Colombia antes de 1994, supóngase una situación caracterizada por la existencia de un mercado oficial y un mercado negro, donde la tasa de cambio oficial es superior a la negra. Entre más "exitosos" sean los exportadores de DI en canalizar sus divisas al mercado oficial -p.ej. sobrefacturando rubros como los ingresos por turismo o las transferencias- en principio mayor será la dificultad del banco central en sostener un tipo de cambio que resulte atractivo a los exportadores lícitos. Puesto que de manera concomitante se verá disminuida la oferta de divisas en el mercado negro, se generarán presiones devaluacionistas en el mismo, determinando que parte de la demanda en dicho mercado se vuelque hacia el oficial. En sentido contrario, si a los exportadores de DI se les logra aislar por completo del mercado cambiario, el mercado negro se convertirá en una fuente importante de divisas para quienes requieren hacer giros al exterior. Esto determinará una menor demanda por las reservas del banco central y, de nuevo, una mayor dificultad para sostener un tipo de cambio competitivo. Un proceso similar, pero quizás más claro y expedito, se presenta en el contexto del sistema de bandas que impera en Colombia desde 1994 en el cual la tasa de cambio es determinada (por lo menos dentro de un rango) por las fuerzas del mercado. En la determinación del equilibrio en dicho mercado son relevantes todas las fuerzas del mercado, lícitas o no.

Lo anterior significa que en el largo plazo son inevitables los efectos cambiarios provenientes del reintegro de los ingresos obtenidos en la exportación de DI, independientemente del sistema cambiario (tasa fija o flexible) y de la capacidad de aislar o no las exportaciones ilícitas. Si la tasa de cambio es fija y se sucede un aumento en las exportaciones de DI (o de cualquier otro producto), el ajuste en precios relativos -v.gr. la apreciación real- se da a través de expansión monetaria y aumento en el precio de los bienes no transables. Si la tasa de cambio es flexible, el ajuste en precios relativos se da a través de la apreciación nominal de la tasa de cambio⁷. De otra parte, si las exportaciones ilícitas se aíslan, se generan incentivos para que gran parte de los egresos cambiarios se hagan por el mercado negro.

Si bien hay marcadas diferencias en las implicaciones económicas de que los narcotraficantes reintegren o no a Colombia las divisas que obtienen en sus negocios, no se debe exagerar la importancia de discriminar entre los diferentes mecanismos mediante los cuales dicho reintegro se lleve a cabo. Al fin y al cabo, todas las fuentes de divisas financian todos los usos o, lo que es lo mismo, todo ingreso cambiario se destina a financiar importaciones, servicio de deuda, contrabando, fuga de capitales y acumulación de reservas. Cosa bien distinta es que en un país como Colombia -con amplio acceso al financiamiento externo, con promisorias perspectivas en

el frente petrolero y con una notoria industria de DI- el banco central intente, así sea dentro de una banda, sostener el tipo de cambio. Si en ese esquema se logra aislar del mercado cambiario una parte de las divisas de origen ilícito, éstas tendrán que canalizarse a través de otro mercado, a una tasa de cambio más baja. En dicho mercado habrá compradores, algunos de los cuales destinarán sus recursos al contrabando de importaciones. Nótese entonces que el contrabando de importaciones no es una consecuencia necesaria de que haya ingresos por DI; más bien, es en parte el resultado de tratar de sostener la tasa de cambio aislando del mercado cambiario los ingresos de las DI.

Todo lo anterior sugiere que el aspecto verdaderamente relevante consiste en determinar si los dineros del narcotráfico regresan o no a Colombia. Desde un punto de vista práctico, ello se puede determinar de manera indirecta analizando la evolución de los diferentes mecanismos mediante los cuales presumiblemente se lleva a cabo el reintegro de dichos recursos. Este procedimiento permite, entre otras cosas, acotar el problema del contrabando, por lo menos en un sentido. Si nuestros cálculos respecto del tamaño de los ingresos por DI (por decir algo, 100) son "aceptables", y si se consideran razonables los estimativos de "sobrestimación" de otros ingresos cambiarios (p.ej. 30), entonces cualquier argumentación de que algún uso alternativo (p.ej. el contrabando) vale más de 70 lleva implícito que existen otras fuentes de financiación de egresos cambiarios diferentes a las que acá se han contemplado.

Antes de entrar en materia, resulta necesario aclarar que no es propósito de la presente investigación determinar en qué se gastan la plata los

⁷ Si bien la tasa de cambio real en el equilibrio final es la misma bajo ambos arreglos cambiarios, se presentan importantes diferencias en la transición. En particular, si los precios nominales son inflexibles a la baja, el ajuste será más rápido y menos inflacionario bajo un esquema de tasa de cambio flexible.

exportadores de droga⁸. Diversos estudios han señalado que los narcotraficantes habrían privilegiado la inversión en tierras y finca raíz y, por supuesto, mantenido elevados niveles de consumo suntuario. El que dicho tema no se analice en este trabajo no significa que no se reconozca su importancia, particularmente como factor determinante de diversos precios relativos claves en la economía. Como mínimo habría que señalar que diversos autores han documentado el hecho de que usualmente las inversiones que realizan los narcotraficantes no necesariamente reportan elevados niveles de eficiencia, ni se llevan a cabo en sectores considerados como claves para el desarrollo económico nacional.

El trabajo se divide en dos secciones. En la primera se pretende dar una idea aproximada del monto de divisas proveniente de la exportación de DI que logra ser introducido al mercado cambiario (oficial hasta 1991), mintiendo sobre el origen de las divisas y violando los mecanismos de control establecidos. En particular, se analizan los rubros de ingresos por turismo e ingresos por transferencias privadas. En la segunda se aborda el tema del contrabando de importaciones. Como primera medida, se analiza el fenómeno de la sub-facturación de importaciones y a renglón seguido se presenta información relevante para tener una idea aproximada del contrabando abierto de algunos productos seleccionados. El trabajo termina con un breve resumen.

Por la naturaleza misma del tema de estudio, se trata obviamente de una aproximación altamente especulativa. Se ha pretendido utilizar la mejor

información disponible, para analizarla de la manera más técnica posible. Como cualquier otro documento sobre la materia, en éste son más las dudas que surgen que los interrogantes que se resuelven. Es nuestro deseo que el trabajo se entienda como un aporte, así sea aproximado y en gran medida especulativo, a un tema que ojalá de manera creciente demande la atención de los economistas colombianos.

II. LA VENTANILLA SINIESTRA

Con motivo de la bonanza cafetera de mediados de los años 70, la Junta Monetaria estableció los certificados de cambio, sistema mediante el cual se le daba una tasa de cambio diferencial a las exportaciones de café. Los reintegros por concepto de éstas tenían que ser cambiados por certificados de cambio, los cuales se podían convertir a pesos en el BR a una tasa de cambio más baja que la oficial, o podían ser descontados en la bolsa de valores. Dicho mecanismo -independientemente de su efectividad, eficiencia y transparencia- lograba mantener, cuando menos temporalmente, la competitividad de las exportaciones de bienes diferentes del café, las cuales mantenían el privilegio de ser convertidas a pesos a la tasa de cambio oficial. También se compraban a la tasa oficial las divisas correspondientes a transferencias privadas y a reintegros por servicios -incluidos los ingresos personales, el turismo y otros no especificados-.

Bajo la premisa de que una parte de los ingresos por servicios y por transferencias privadas correspondía a operaciones ilegales -incluido el contrabando de exportación, las exportaciones ilícitas y ficticias y las repatriaciones de capital ilegalmente fugado-, se popularizó la idea de que el BR en efecto mantenía una *ventanilla siniestra*. A pesar de que el mecanismo de los certificados

⁸ Tema que se discute, en algún detalle, en Thoumi (1994, capítulo 4, pgs. 165 y s.s.) y en las referencias que allí se mencionan.

de cambio fue reformado en diversas ocasiones y finalmente suprimido en 1994⁹, la expresión ventanilla siniestra se ha mantenido vigente. Hoy en día hace referencia al hecho de que es factible que el BR y demás agentes del mercado cambiario compren, sin saberlo, divisas originadas en exportaciones ilícitas.

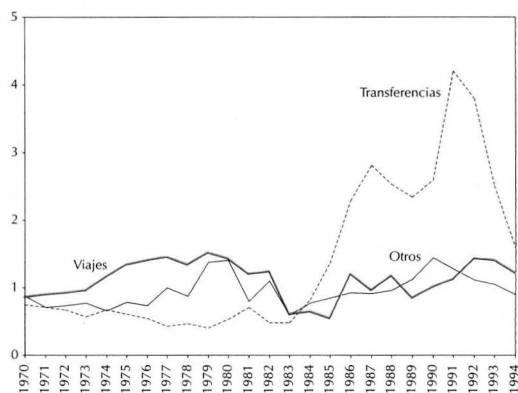
En esta sección analizaremos la balanza de pagos en lo referente a los servicios no factoriales y las transferencias privadas para poder tener un orden de magnitud de las divisas generadas en la actividad del narcotráfico que podrían haber sido vendidas al mercado cambiario mediante el procedimiento de proveer información falsa sobre el verdadero origen de los recursos¹⁰. No sobra aclarar el limitado alcance analítico del ejercicio que nos proponemos. A fin de cuentas, las divisas originadas en la exportación de DI que no son vendidas en el mercado cambiario (BR hasta 1991) deben ser vendidas en el mercado libre (negro hasta 1991), atendiendo una demanda que de otra forma sería atendida en el mercado cambiario.

En el Gráfico 1 se presentan tres series anuales para el período 1970-94, provenientes de la ba-

⁹ A finales de los 70 fue extendido a servicios no financieros y a exportaciones diferentes de café. Posteriormente fue generalizado a todos los reintegros, pudiendo ser redimidos sin descuento en el BR. A principios de los 90 el descuento fue reintroducido, primero para algunos servicios no factoriales y posteriormente para todos los reintegros de divisas.

¹⁰ Los ingresos por servicios factoriales se refieren a la remuneración que factores de producción de propiedad de residentes colombianos (p.ej. capital y trabajo) reciben por parte de no residentes. A manera de ejemplo, allí quedan consignados los ingresos que un ingeniero colombiano residenciado en Colombia recibe por concepto de una consultoría en el exterior. Aquella parte de sus ingresos que colombianos residenciados en el exterior transfieren a sus familiares en Colombia forma parte del rubro ingresos personales. En la balanza de pagos éstos últimos son incluidos como una transferencia privada.

Gráfico 1. INGRESOS DE LA BALANZA DE PAGOS* (Porcentaje del PIB)



* Transferencias privadas, viajes y otros servicios no factoriales (diferentes de embarques, otros transportes y transacciones petroleras).

Fuente: Banco de la República y Dane.

lanza de pagos y expresadas como porcentaje del PIB: transferencias privadas -que incluye de manera prominente el rubro correspondiente a la remisión de ingresos de colombianos residentes en el exterior-, viajes y pasajes y otros servicios no financieros¹¹. Se destaca la notoria estabilidad de los dos últimos rubros. En particular, su nivel reciente se asemeja al de principios de los años 70, período para el cual no se tiene evidencia de una presencia importante de dineros del narcotráfico en la economía colombiana¹². Por el contrario, los ingresos por transferencias muestran un ascenso casi continuo a lo largo de la década pasada. Esta evolución se corrobora en el Cuadro 1 (panel superior), que presenta información

¹¹ Excluidos los servicios petroleros.

¹² La estabilidad de los ingresos por turismo en la balanza de pagos contrasta con la evolución de los mismos de acuerdo con la información de la balanza cambiaria, metodología contable que se describe brevemente en el Anexo.

**Cuadro 1. INGRESOS POR TRANSFERENCIAS PRIVADAS Y SERVICIOS NO FACTORIALES
(Porcentaje del PIB)**

	1970-74	1975-79	1980-84	1985-89	1990-94
Transferencias					
Argentina	0.3	0.1	0.1	0.0	0.4
Bolivia	0.3	0.3	0.8	0.5	0.5
Brasil	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4
Chile	0.0	0.4	0.4	0.5	0.1
Colombia	0.1	0.4	0.6	2.4	3.2
Ecuador	0.4	0.1			
El Salvador	1.3	1.5	2.2	4.0	9.5
México	0.1	0.1	0.6	1.1	1.0
Paraguay	0.4	0.1	0.1	0.6	1.1
Perú ^a	0.1	0.0			0.5
Turquía	4.5	2.7	4.0	2.8	2.1
Uruguay ^b	0.0	0.0	0.0		0.2
Servicios					
Argentina	1.0	1.6	1.9	2.0	1.3
Bolivia	1.8	3.2	3.2	3.3	3.6
Brasil	0.8	0.6	0.8	0.8	0.7
Chile	1.4	3.4	4.2	5.5	6.2
Colombia	2.8	3.6	3.0	3.3	4.4
Ecuador	1.9	2.6	3.2	4.5	4.9
El Salvador	2.7	4.1	4.0	6.6	5.3
México	3.9	3.8	3.1	4.8	4.4
Paraguay	3.0	2.9	3.1	7.2	9.2
Perú	2.4	3.2	3.5	4.5	2.5
Turquía	2.0	1.2	3.1	5.1	5.7
Uruguay	2.9	4.8	5.2	6.6	7.0
Venezuela	1.5	1.4	1.5	1.9	2.9

^a 1990-94 es sólo 1994.

^b 1980-84 es sólo 1981-82; 1990-94 es sólo 1993-94.

Fuente: Construido con base en cifras del Banco Mundial.

sobre ingresos privados por transferencias para diversos países de América del Sur y tres países -El Salvador, México y Turquía- que cuentan con un importante contingente de nacionales residentes en el exterior. Para el período 1990-94, los ingresos por concepto de transferencias privadas alcanzaron una proporción más elevada del PIB en Colombia que en México o Turquía. La dramática evolución en el caso de El Salvador refleja el aumento en el número de salvadoreños

laborando en los E.U. Nótese que las cifras del Cuadro 1 (panel inferior) dan soporte adicional a la idea de que los ingresos por servicios no factoriales de Colombia no son anormalmente elevados y, además, se han mantenido relativamente estables desde 1970, por lo menos en comparación con las transferencias privadas.

Aunque no existe información confiable sobre la cantidad de colombianos que viven y trabajan

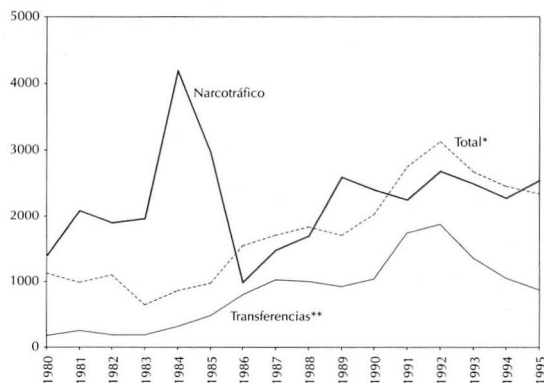
en el exterior, la poca evidencia al respecto -y que se discute más adelante- sugiere que no se ha presentado un aumento inusitado en la última década. Por tal razón, y contrario al caso de El Salvador, en lo que respecta a Colombia no es sencillo establecer una clara asociación entre la evolución de los ingresos por transferencias y el número de colombianos laborando por fuera del país. Siendo ese el caso, parece razonable pensar que en el caso de las transferencias privadas -más no así en lo que hace a los servicios no factoriales- podrían existir problemas con la información, tal y como se presenta en la balanza de pagos.

De lo anterior no se deduce que el pronunciado aumento de las transferencias durante la década de los 80 necesariamente se explique por la dinámica de las exportaciones de DI. Al fin y al cabo, y por lo menos hasta 1993, en Colombia existía un estricto control de cambios que limitaba severamente el endeudamiento externo del sector privado y, lo que es más importante, determinaba que fuese virtualmente imposible que los colombianos pudiesen legalmente diversificar su portafolio financiero a nivel internacional¹³. Por tal motivo, aceptando el hecho de que una parte -quizás una parte importante- de los ingresos por transferencias privadas no corresponden en realidad a la definición tradicional del concepto, todavía sería necesario dilucidar si detrás de dicho problema de clasificación se están ocultando ingresos por exportación de drogas, repatriación de capitales o una combinación de ambos. Nótese que el repunte de las transferencias privadas durante la segunda mitad de la

década pasada coincide con la corrección, hacia 1985-86, del severo desbalance macroeconómico de los primeros años de los 80, corrección que habría incentivado la repatriación de capitales a Colombia.

Una rápida inspección gráfica sugiere que entre 1980 y 1985 no habría habido mayor correspondencia entre los ingresos por narcotráfico reportados en Steiner (1996) y los ingresos de la balanza de pagos por concepto de transferencias privadas y servicios no factoriales. Por el contrario, a partir de 1986 aparece una asociación relativamente cercana entre las variables (Gráfico 2). No sobra recordar que en virtud a que la información sobre producción de hoja de coca -insumo básico en la elaboración de la principal DI exportada por Colombia- ha sido elaborada con una metodología consistente solamente a partir de 1986, las cifras sobre ingresos del narcotráfico son más sólidas para los años posteriores a dicha fecha que para el primer lustro de la década pasada.

Gráfico 2. INGRESOS POR NARCOTRAFICO E INGRESOS DE LA BALANZA DE PAGOS (US\$ millones)



¹³ Al respecto, ver los diferentes estudios que aparecen en la compilación de Cárdenas y Garay (1993).

* Ingresos por transferencias totales y servicios no factoriales.

** Ingresos por transferencias privadas.

Fuente: Steiner (1996), y Banco de la República.

Para poder tener una percepción más precisa de los determinantes de algunos rubros de la balanza de pagos, se hace necesario llevar a cabo algunos ejercicios econométricos. A continuación se procede en dicho sentido, específicamente para dos rubros de la cuenta corriente: los ingresos por turismo y los ingresos por transferencias privadas. El esquema que se tiene en mente es que los "verdaderos" ingresos por turismo deben ser función de variables "fundamentales" -tales como el número de turistas y los precios relativos-, mientras que otra parte de lo que se registra como ingresos por turismo debe ser función de factores especulativos, por ejemplo el diferencial de tasas de interés. De igual manera, los ("verdaderos") ingresos por transferencias privadas deben depender positivamente de la cantidad de colombianos que residen en el exterior (y quizás del ingreso del resto del mundo), mientras que otra parte de lo que se registra como ingresos por transferencias privadas depende tanto de factores especulativos (por ejemplo, aumentan cuando se amplía el diferencial de tasas de interés) como de variables vinculadas con la actividad del narcotráfico.

A. Ingresos por turismo

El concepto de ingresos por turismo comprende los gastos en Colombia de personas residenciadas en otros países, independientemente del propósito de su viaje a Colombia. Por tal motivo, incluye gastos tanto de turistas como de personas en viaje de negocios. En las regresiones que se reportan a continuación, la variable dependiente son los ingresos por turismo (TUR), expresados en dólares reales a partir de la información básica de la balanza de pagos.

Bajo la hipótesis nula, los ingresos por turismo dependen positivamente de los precios relativos

-en el caso de los turistas- y del volumen de negocios internacionales que se hacen en el país -en el caso de los demás viajeros. De otra parte, y en tanto el rubro turismo puede incluir capitales especulativos e ingresos de dudosa procedencia, se explora la posibilidad de que la variable dependiente se asocie positivamente tanto con el diferencial de tasas de interés como con las variables vinculadas al narcotráfico. Finalmente, reconociendo el hecho de que los viajeros utilizan la tasa de cambio que les resulta más favorable para convertir sus divisas a pesos, los ingresos de turismo recogidos en la balanza de pagos deben depender negativamente del *premium* cambiario.

Las variables explicatorias que se han considerado son: i) en cuanto a precios relativos, se han utilizado dos medidas: el índice de tasa de cambio real que produce el BR (ITCR) -el cual considera los 18 principales socios comerciales de Colombia- y un índice bilateral entre Colombia y Venezuela (ITCRVEN);¹⁴ ii) el diferencial de tasas de interés, donde la diferencia entre la tasa de interés interna (Cdt a 3 meses) y la externa (Libor a 3 meses) es corregida por la devaluación observada en el mercado negro (libre) para obtener DIFERNEG y por la observada en el mercado oficial (cambiario) para obtener DIFEROF; iii) el cociente entre la tasa de cambio negra y la

¹⁴ Por no aportar información adicional, no se reportan estimaciones utilizando dos medidas alternativas: ITCRNEG -que corrige ITCR por el diferencial entre la tasa de cambio negra y la oficial- y un índice bilateral con México (ITCRMEX). En la construcción de ITCR e ITCRNEG se utilizaron como deflatores los precios al por mayor. Para ITCRMEX e ITCRVEN se han utilizado precios al por menor. Para la construcción del diferencial entre la tasa de cambio negra y la oficial se tomó la tasa de cambio negra reportada por Herrera (1990) y se empalmó con la reportada por Steiner y Fernández (1994).

oficial, PREMIUM¹⁵; iv) siguiendo a Lora et al (1993), se utiliza el valor total del comercio internacional colombiano (COMER) como determinante de los gastos de viajeros en carácter de negocios; v) dos variables que se refieren a narcotráfico extraídas de Steiner (1996), y que de alguna manera aproximan las necesidades de capital de trabajo de los narcotraficantes: EXPORT es el volumen de cocaína efectivamente colocado por colombianos en los mercados internacionales; COMPRAS es el volumen de materia prima que los exportadores colombianos habrían importado desde Bolivia y Perú, para ser procesada en Colombia; vi) además, se ha incluido una variable dummy (DUMTERR) que toma el valor de 1 a partir de 1989, mediante la cual se pretende capturar el efecto adverso que sobre el turismo debió haber tenido el terrorismo desatado por las bandas de narcotraficantes a partir de 1989.

Evidentemente, cuando se tienen en cuenta las variables que aproximan el narcotráfico, los grados de libertad se vuelven preocupantemente bajos. Este problema es particularmente serio cuando se hace necesario utilizar variables instrumentales para tener en cuenta que el premium cambiario probablemente no es exógeno en una regresión en la cual los ingresos por turismo aparecen como variable dependiente¹⁶. Se llama la atención sobre el hecho que, en virtud a la alta correlación (negativa)

¹⁵ Para el período reciente es el cociente entre la tasa de cambio del mercado libre y la tasa de cambio del mercado cambiario.

¹⁶ La posible endogeneidad del PREMIUM se resuelve utilizando variables instrumentales. Dentro de éstas se incluye una variable dummy (DUM) que vale 1 a partir del cambio de régimen cambiario en 1991 y PRTOTIN, el total de ingresos por servicios no factoriales y transferencias en la balanza de pagos. Sobre los determinantes del premium en Colombia ver Herrera (1990) y Grosse (1992).

entre los diferenciales de tasas de interés y el premium, las dos variables no se incluyen simultáneamente, de manera de evitar problemas de multicolinealidad.

Los resultados de las diferentes estimaciones se reportan en el Cuadro 2. Excepción hecha del diferencial de tasas de interés, las demás variables han sido incorporadas en logaritmos. Los resultados obtenidos son satisfactorios, particularmente cuando no se tienen en consideración las variables que aproximan el narcotráfico. El ajuste estadístico es bueno, la significancia de las regresiones elevada, y no hay indicios de problemas de autocorrelación de los residuos. Las diferentes especificaciones sugieren, de manera consistente, que el diferencial de tasas de interés y el valor del comercio internacional son determinantes importantes de los ingresos por turismo¹⁷. De igual manera, en la mayoría de las especificaciones DUMTERR es significativa, y siempre tiene el signo esperado. Finalmente, los precios relativos no son significativos, excepción hecha del índice bilateral con Venezuela, significativo al 90% en la ecuación 2. Se resalta el hecho de que si bien los precios relativos no tienen el efecto positivo esperado, definitivamente tampoco tienen un efecto negativo, y estadísticamente significativo, como el obtenido por Lora et al (1993)¹⁸. En las ecuaciones 7 y 8 se han incorporado variables relacionadas con el narcotráfico¹⁹.

¹⁷ Dado que el diferencial de tasas de interés no ha sido incluido en logaritmos, su coeficiente no es una elasticidad. A pesar de su significancia econométrica, es importante mencionar la escasa relevancia económica de la variable. El coeficiente calculado, que corresponde a una semielasticidad, implica una elasticidad del orden de 0.075.

¹⁸ Quienes atribuyeron este paradójico resultado a la multicolinealidad entre las variables explicatorias.

En este caso se obtienen resultados econométricos poco satisfactorios. Además, las variables que aproximan el narcotráfico no son significativas.

En resumen, tanto el Gráfico 1 -que señala que los ingresos por turismo han mantenido un nivel

relativamente estable desde 1970- como el Cuadro 2 -de acuerdo con el cual dichos ingresos se pueden explicar satisfactoriamente con variables que no están directamente vinculadas con el narcotráfico- dan soporte al hecho de que no parecería correcto asociar los ingresos por

Cuadro 2. DETERMINANTES DE LOS INGRESOS POR TURISMO DE LA BALANZA DE PAGOS
(Variable dependiente es: TUR)

Ecuación		1	2	3	4	5	6	7	8
Constante		-22,77 (-4.14)***	-25,3 (-4.9)***	-21,96 (-4.79)***	-27,98 (-4.89)***	-0,816 (-0.121)	-3,847 (-0.579)	-33,99 (-2.84)**	-34,07 (-2.91)**
Precios relativos	ITCR	0.37 (1.09)		0,042 (0.118)		-0,239 (-0.664)			
	ITCRVEN		0,812 (1.897)*		0,658 (1.468)		-0,028 (-0.059)		
Diferencial intereses	DIFERNEG			0,025 (5.045)***	0,027 (5.518)***				
	DIFEROF	0,029 (5.509)***	0,031 (6.009)***						
Premium	PREMIUM					-5,508 (-6.082)***	-5,461 (-6.021)***	-3,772 (-3.18)***	-3,848 (-3.238)***
Comercio internacional	COMER	1,143 (6.157)***	1,176 (7.362)***	1,191 (5.863)***	1,322 (7.199)***	0,34 (1.392)	0,431 (1.915)*	1,725 (3.429)***	1,728 (3.492)***
Situación política	DUMTERR	-0,375 (-2.409)***	-0,168 (-1.687)*	-0,302 (-1.849)*	-0,229 (-2.154)**	-0,094 (-0.559)	-0,183 (-1.586)	-0,297 (-2.059)*	-0,285 (-1.872)*
Narcotráfico	EXPORT							-0,058 (-0.510)	
	COMPRAS								-0,052 (-0.566)
R2aj		0,818	0,836	0,77	0,793	0,782	0,779	0,802	0,801
DW		1,812	1,749	1,951	1,975	2,373	2,219	2,703	2,723
F		28,04	31,8	20,27	23,09	26,26	25,92	16,21	16,13
Período		1970-94	1970-94	1971-94	1971-94	1970-94	1970-94	1980-94	1980-94
Método		MCO	MCO	MCO	MCO	MC2E&	MC2E&	MC2E&	MC2E&

& instrumentos para premium: tur, constante, resto de variables exógenas, dum y prototín.

Estadístico t en paréntesis. * (**) (***) señala significancia al 10% (5%) (1%).

¹⁹ En virtud al bajo número de observaciones en 7 y 8, ha sido necesario dejar por fuera aquellas variables que, como los precios relativos, no fueron consistentemente significativas en las ecuaciones 1-6.

turismo de la balanza de pagos a la dinámica del negocio de las drogas²⁰. Estos resultados están en línea con los reportados por Urrutia (1990) para el caso del turismo y por Correa (1984) para el caso de los ingresos por servicios no financieros. Como veremos a continuación, esta afirmación no se puede hacer extensiva al caso de las transferencias privadas.

B. Ingresos por transferencias privadas

Cualquier aproximación econométrica al tema de los ingresos por transferencias debería considerar como variable explicatoria el número de colombianos que laboran legal o ilegalmente en el exterior. Desafortunadamente, esta información no se conoce. La misma ni siquiera está disponible para el caso de los colombianos residentes en los E.U., donde en el mejor de los casos se tiene acceso a información del Departamento de Estado en torno al flujo anual bruto de colombianos hacia los E.U.²¹ e información del Censo de Población de 1990 en torno al número de personas de origen colombiano que estaban viviendo en los E.U. (legal o ilegalmente) el día en que se llevó a cabo el Censo²².

²⁰ Como se menciona en el Anexo, el rubro de turismo en la balanza de pagos no es contable. El BR lo estima teniendo en cuenta, entre otros, el número de viajeros que ingresan al país durante un período determinado y el gasto típico por viajero. La construcción misma de la variable sugiere que es improbable que dentro de la misma se oculten ingresos del narcotráfico o un monto importante de capital especulativo.

²¹ En su informe anual *Report of the Visa Office*, la Oficina de Asuntos Consulares del Departamento de Estado presenta cifras sobre el número de visas expedidas a ciudadanos colombianos, discriminadas entre visas para inmigrantes y visas para no inmigrantes (turistas y viajeros en negocios). Por ejemplo, en 1990 se extendieron visas de inmigrantes a 9,762 colombianos, cifra que se compara con 9,345 en 1982 y 9,796 en 1987. Para los mismos tres cortes en el tiempo, se expidieron 105,434, 101,452 y 101,672 visas a no inmigrantes.

Para los propósitos del presente trabajo fue necesario "construir" una serie anual del número de colombianos que residen en el exterior. En uno de los estudios más exhaustivos sobre el particular (Urrea, 1986), se estimó, con base en cifras provenientes de los censos nacionales de población, que en 1980 vivían en el exterior 769,743 colombianos, cifra que habría alcanzado 1,005,556 para 1985, con un crecimiento anual intercensal de 5.5%. Para las estimaciones que se presentan a continuación se supuso que entre 1980 y 1994 el número de colombianos viviendo en el exterior se habría incrementado anualmente en 5.5%. Nótese que al hacer dicho supuesto se está excluyendo, creemos de manera correcta, la posibilidad de que en Colombia se hubiese presentado el mismo fenómeno que se dio en algunos países centroamericanos en la década pasada, a saber, una masiva emigración en un corto período de tiempo. Por el contrario, se está suponiendo que la población migrante aumenta a una tasa estable en el tiempo, tasa considerablemente superior a la del crecimiento de la población total. De acuerdo con el procedimiento que se ha utilizado, para 1994 habría 1,629,300 colombianos viviendo (legal o ilegalmente) en el exterior²³.

²² Para 1990 esta cifra alcanza las 378,726 personas. Aunque el censo cubre a toda persona que se encontraba en los E.U. el día del censo independiente de su status migratorio, es razonable pensar que existe poca voluntad por parte de los inmigrantes ilegales de "dejarse contar."

²³ Para poner dicha cifra en perspectiva, es interesante señalar que de acuerdo a del Pinal (1995), las cifras del *Current Population Service* indican que en Marzo de 1993 había 28.8 millones de personas de origen hispano en los E.U., de los cuales 14.6 millones eran mexicanos, 2.4 portorriqueños, 1.1 cubanos y 4.7 de otras nacionalidades (incluidas personas de origen colombiano). Por su parte, Pellegrino (1989) reporta que en 1981 habría 328 mil colombianos radicados en Venezuela.

Como se explica en el Anexo, las cifras sobre ingresos por transferencias en la balanza de pagos provienen de la información que voluntariamente reportan quienes venden divisas al mercado cambiario. Es factible que además de "verdaderas" transferencias, dentro de dicho rubro se oculten tanto ingresos de dudosa procedencia vinculados a las DI como capitales especulativos. Para tener una idea en torno al monto de ingresos que aparecen como transferencias sin serlo, se ha llevado a cabo un ejercicio bastante elemental para estimar las "verdaderas" transferencias. Puesto que se cuenta con información relativamente confiable en torno al número de colombianos que vivía en el exterior en la segunda mitad de los años 70 (ver Urrea, 1986), y dado que hasta mediados de los 80 las cifras de transferencias de la balanza de pagos no señalaban un comportamiento atípico en términos comparativos con otros países (Cuadro 1), se construyó la siguiente variable para el período 1975-79: el promedio anual por migrante de los ingresos reales por concepto de transferencias privadas. La cifra así obtenida se incrementó anualmente a partir de 1980, teniendo en cuenta los dos factores que es razonable pensar afectan en mayor medida su evolución en el tiempo: el crecimiento del contingente colombiano residente en el exterior (5.5% anual) y el crecimiento real de las economías donde laboran los colombianos. Bajo el supuesto de que una parte importante de los migrantes colombianos está radicada en los E.U., este último factor se aproximó por el crecimiento real de la economía norteamericana²⁴. Es importante anotar que, al proceder de

esta manera, por definición se elimina la posibilidad de que las transferencias privadas del exterior sean contra-cíclicas v.gr. mayores entre menor sea el ritmo de actividad económica doméstica.

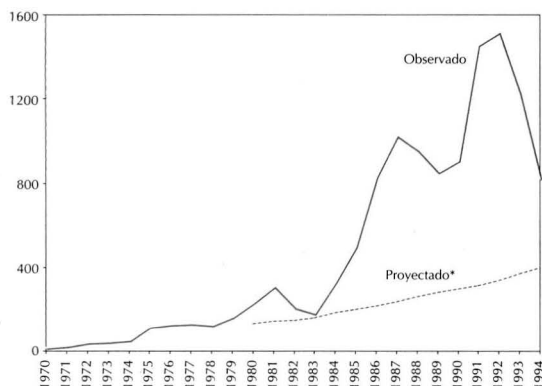
Con base en este procedimiento se obtuvo una proyección para los ("verdaderos") ingresos por transferencias, tanto en términos reales (Gráfico 3) como en términos nominales (Gráfico 4). En promedio para el período 1985-94, los ingresos privados por transferencias "proyectados" habrían ascendido a 0.75% del PIB. Esta cifra contrasta con la consignada en el panel superior del Cuadro 1, donde se observa que los ingresos efectivamente contabilizados en la balanza de pagos representaron el 0.4% del PIB en 1975-79, el 0.6% en 1980-84, y, súbitamente, se incrementaron a 2.4% en 1985-89 y a 3.2% en 1990-94.

Presumiblemente, el "exceso" de transferencias -es decir, la diferencia entre las transferencias de la balanza de pagos y el estimativo recién reportado de "verdaderas" transferencias- corresponde a exportaciones de DI o a movimientos de capital especulativo. En términos nominales, las transferencias anuales "excesivas" -y, dentro de nuestro marco conceptual, el monto máximo de divisas que anualmente los exportadores de DI habrían logrado vender al mercado cambiario nacional- habrían sido \$600 millones en 1985-89, \$1,173 millones en 1990-92 y 822 millones en 1993-94.

Existe una vasta literatura empírica, incluidos diversos estudios recopilados por Cárdenas y Garay (1993), que han identificado el "exceso" de transferencias -medido éste de diversas maneras- única y exclusivamente con flujos de capital especulativo. Una forma indirecta de verificar

²⁴ Un procedimiento relativamente similar se sigue en Urrutia (1990), quien para la segunda mitad de la década pasada estimó en 500,000 el número de colombianos laborando en el exterior.

Gráfico 3. TRANSFERENCIAS PRIVADAS REALES (US\$ millones de 1987)

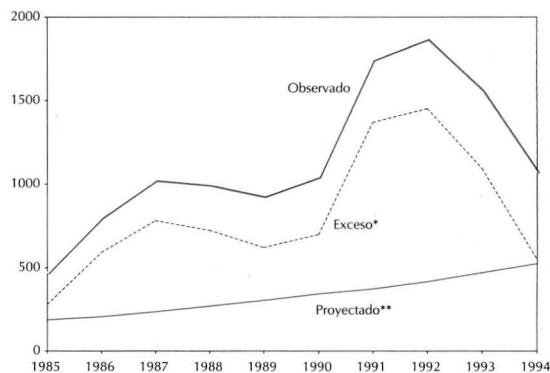


* Ver texto.

que, en efecto, el "exceso" de transferencias está vinculado al narcotráfico y no solamente al fenómeno de capitales especulativos es mediante un sencillo ejercicio de análisis econométrico. La hipótesis nula es que el "exceso" de ingresos privados por transferencias depende positivamente tanto del diferencial de rentabilidades como de las variables que aproximan el tamaño de la actividad del narcotráfico. La variable dependiente es las transferencias privadas "excesivas" en términos nominales (TRANEX). A su turno, hay tres tipos de variables explicatorias, las cuales se definen como en la anterior sección: (i) diferenciales de rentabilidades (DIFEROF y DIFERNEG) (ii) PREMIUM cambiario; (iii) variables asociadas con el narcotráfico (EXPORT y COMPRAS). El período muestral es 1980-94.

Cuando se consideró necesario, se utilizaron mínimos cuadrados en dos etapas para corregir por la posible endogeneidad de algunas variables explicatorias. Evidentemente, se cuenta con un número de grados de libertad muy inferior al deseable.

Gráfico 4. TRANSFERENCIAS PRIVADAS NOMINALES (US\$ millones)



* Observado - proyectado.

** Ver texto.

Los resultados se reportan en el Cuadro 3. En general, el ajuste y significancia de las regresiones es elevado y no existe evidencia de severos problemas de autocorrelación. Las transferencias privadas no parecen ser sensibles al diferencial de tasas de interés cuando se utiliza la devaluación de la tasa de cambio oficial, pero sí lo son al diferencial que utiliza la devaluación en el mercado negro -aunque, de nuevo, la relevancia económica del coeficiente no es muy elevada²⁵. De igual manera, es estadísticamente significativo, y tiene el signo esperado, el premium del mercado negro sobre el mercado oficial, en cuyo caso el coeficiente es económicamente relevante. Más importante aún, en todas las especificaciones las dos variables que aproximan el negocio del narcotráfico son altamente significativas. Además, el coeficiente tanto de EXPORT como de COMPRAS sugiere una

²⁵ Diversos trabajos, entre ellos varios consignados en Cárdenas y Garay (1993), han encontrado alta significancia econométrica y baja relevancia económica del coeficiente que relaciona los flujos privados de capital -definidos de diversas maneras- con los diferenciales de tasas de interés.

Cuadro 3. TRANSFERENCIAS PRIVADAS "EXCESIVAS"
(1980-1944; Variable dependiente es: TRANEX)

Ecuación		1	2	3	4	5	6	7
Constante		-2,618 (-1.573)	-4,074 (-1.889)*	-3,431 (-1.889)*	-5,053 (-1.93)*	-5,259 (-3.205) ***	-3,008 (-2.307)**	-5,39 (-3.17)***
Rentabilidad	DIFERNEG	0,051 (1.912)*	0,074 (2.682)**					
	DIFEROF			0,02 (0.53)	0,036 (1.113)			
Premium	PREMIUM					-12,733 (-4.597)***	-11,77 (-3.90)***	-15,283 (-4.868)***
Narcotráfico	EXPORT		1,872 (4.579)***		2,057 (4.153)***	2,12 (6.811)***		2,149 (6.665)***
	COMPRAS	1,519 (5.067)***		1,67 (5.10)***			1,608 (6.869)***	
R2aj		0,714	0,673	0,635	0,526	0,81	0,813	0,797
DW		1,801	2,002	1,54	1,497	2,539	2,232	2,488
F		18,45	15,4	13,179	8,76	30,93	33,11	30,87
Método		MCO	MCO	MCO	MCO	MCO	MC2E&	MC2E&&

& instrumentos: tranex, compras, dum y prtotin.

&& instrumentos: tranex, export, dum y prtotin.

Estadístico t en paréntesis. * (**) (***) señala significancia al 10% (5%) (1%).

elevada elasticidad de las transferencias "excesivas" a las variables que aproximan la actividad de los narcotraficantes²⁶.

Por cuanto el análisis econométrico indica una baja sensibilidad de las transferencias a los diferenciales de interés y una alta sensibilidad a las variables vinculadas con el negocio de la cocaína,

y dado que en un reciente resumen de la literatura sobre el particular se mostró que no había evidencia de que los movimientos de capital "escondidos" en la cuenta corriente hubiesen superado el 1% del PIB en ningún año, no es arriesgado postular que quizás el grueso del "exceso" de transferencias corresponde a recursos vinculados al negocio de las DI²⁷.

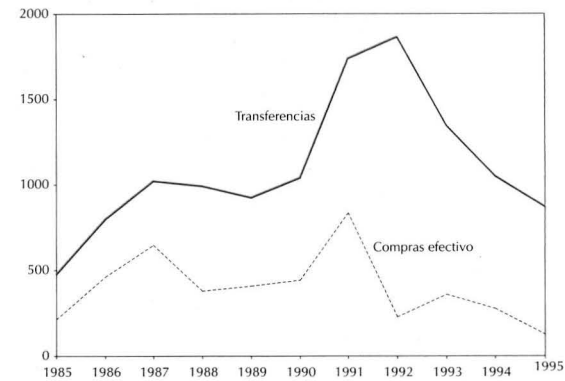
²⁶ A estas alturas es indispensable hacer una aclaración en cuanto al uso de algunos términos y la interpretación de los resultados. Cuando se señala que hay una vinculación entre los ingresos por transferencias y los ingresos por narcotráfico, de ninguna manera se está sugiriendo que quienes generan los ingresos por narcotráfico sean los miles de colombianos residenciados en el exterior, dedicados en su gran mayoría a actividades perfectamente lícitas. Lo que sí se está señalando es que en la balanza de pagos se contabilizan como ingresos por transferencias de colombianos residentes en el exterior recursos obtenidos por residentes en Colombia, producto de sus actividades ilícitas en el exterior.

²⁷ Ver Steiner y Escobar (1995). En dicho trabajo se reseñan diversos estudios sobre flujos de capital en Colombia y se muestra que aunque varios de ellos encontraron que los flujos de capital privado -incluidos dentro de éstos los flujos "escondidos" en transacciones de la cuenta corriente- se podían explicar por el diferencial de intereses, en ningún estudio los flujos "escondidos" sobrepasaba el 1% del PIB. No sobra mencionar el hecho de que en ninguno de los estudios que aparecen en Cárdenas y Garay (1993) -incluido aquel del cual el autor del presente trabajo es coautor- se consideró la sub-facturación de importaciones como un posible canal para "ocultar" movimientos de capital privado.

La tendencia tanto de las transferencias privadas como de lo que acá se ha definido como transferencias "excesivas" es relativamente similar a la de las compras de divisas en efectivo por parte del BR (Gráfico 5). Es importante recordar que hasta principios de la presente década el BR compraba divisas directamente del público. En la actualidad solamente compra divisas a los intermediarios del mercado cambiario en el contexto de sus esporádicas intervenciones en el mercado de divisas, intervención en la cual evidentemente no se utiliza efectivo. Además, y de manera de desincentivar el que se le ofrezcan divisas en efectivo a los intermediarios del mercado cambiario, en el pasado reciente se estableció un impuesto a dicha transacción, equivalente a una tasa de cambio diferencial. Dicho impuesto, que originalmente fue de 10%, fue reducido a 3% al finalizar 1995. Del mismo están exentos los turistas que puedan acreditar su status²⁸.

En el Gráfico 6 se desagrega, por principales sucursales del BR, la información de compras en efectivo. Resulta interesante observar la significativa disminución de las compras en efectivo en la sucursal de Medellín a partir de 1992, y el importante aumento de las compras en la ciudad de Cali a partir de 1991. Adicionalmente, es interesante resaltar el hecho de que a partir de

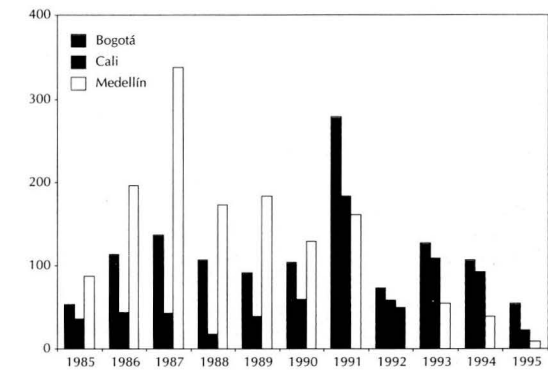
Gráfico 5. TRANSFERENCIAS PRIVADAS Y COMPRAS EN EFECTIVO DEL BANCO DE LA REPUBLICA (US\$ millones)



Fuente: Construído con base en cifras del Banco de la República.

1991 la oficina principal de Bogotá ha sido la que ha adquirido los mayores montos de divisas en efectivo. La evolución de las compras por sucursales sugiere que ha existido una relación directa entre las compras en efectivo y lo que se presume es la importancia relativa de diferentes zonas geográficas del país dentro del negocio de

Gráfico 6. BANCO DE LA REPUBLICA COMPRAS EN EFECTIVO EN ALGUNAS SUCURSALES (US\$ millones)



Fuente: Banco de la República.

²⁸ De acuerdo con el servicio de información financiera de *Bloomberg* (diciembre 12 de 1995), dicha disminución se llevó a cabo debido a que se habría reconocido que la medida era inefectiva para detener la entrada de dinero del narcotráfico al país, y que, de hecho, lo único que se había logrado con la misma habría sido el fortalecimiento del mercado negro. De ser correcta esta interpretación, habría que preguntarse porqué el impuesto no fue reducido a cero. Una interpretación alternativa es que con el impuesto al 10%, el desincentivo a la venta de dólares en efectivo fue tan grande, que en efecto el mercado cambiario quedó desabastecido de divisas en efectivo, resultado que por diversas razones es altamente indeseable.

las DI. La reducción del total de compras a partir de 1991 se relaciona con las medidas tributarias mencionadas anteriormente.

A manera de resumen, en esta primera sección se ha mostrado que la balanza de pagos de Colombia refleja un comportamiento atípico en lo que hace referencia al rubro de los ingresos privados por transferencias, no así en el caso de los ingresos por servicios no factoriales. Estos últimos han tenido un comportamiento estable en las últimas dos décadas y muestran un nivel (relativo al tamaño de la economía) que parece razonable de acuerdo con estándares internacionales. Dentro de los ingresos no factoriales se le ha prestado especial atención a los originados en turismo. Se ha mostrado que éstos se pueden explicar satisfactoriamente por variables ajenas al fenómeno del narcotráfico al tiempo que se ha probado que si bien los mismos dependen económicamente del diferencial de rentabilidades entre Colombia y el exterior, dicha dependencia no parece ser económicamente muy relevante. En lo que hace a las transferencias, a partir de la segunda mitad de la década anterior las mismas se incrementaron en montos que difícilmente se pueden explicar en función de la evolución del número de colombianos que se presume viven y laboran en el exterior o del ingreso que ellos perciben. Se ha sugerido que las transferencias en exceso de las que razonablemente se puede pensar corresponden a la definición precisa del término, seguramente están asociadas tanto a flujos de capital especulativo como a dineros obtenidos en actividades ilícitas. Aunque es virtualmente imposible saber cuánto de las transferencias "excesivas" corresponde a cada concepto, tanto la evidencia econométrica que acá se ha presentado como la reportada en otros estudios sobre el particular indican que quizás no se debería exagerar la importancia de los

capitales especulativos. Siendo ese el caso, se concluye que una parte importante del "exceso" de transferencias -exceso que se calcula en \$600 millones anual para 1985-89, \$1,173 millones anual para 1990-92 y \$822 millones anual para 1993-94- seguramente corresponde a ingresos originados en la exportación de DI que lograron ser convertidos a moneda doméstica a través del sistema cambiario colombiano, el cual hasta 1991 estaba constituido exclusivamente por el BR.

III. CONTRABANDO

Como se mencionó en la introducción, es razonable pensar que una parte de las divisas generadas en la exportación de DI se canaliza a través del mercado paralelo, negro hasta 1991 y libre de allí en adelante. Las divisas del mercado paralelo tienen varios usos, incluida la demanda por parte de colombianos que viajan al exterior y la de comerciantes que ingresan al país mercancías de contrabando. De entrada se hace claridad sobre el hecho de que no es correcto afirmar que todas las divisas generadas en la exportación de DI y canalizadas por el mercado paralelo financian contrabando, ni tampoco es correcto postular que todo el contrabando se haga con cargo a divisas adquiridas en el mercado paralelo. Por tal razón, las cifras que se manejan en la presente sección en el mejor de los casos arrojan luces en torno a posibles vínculos entre exportaciones de DI y contrabando. No se pretende analizar exhaustivamente el tema del contrabando ni hacer un "cruce de cuentas" entre ingresos por narcotráfico e importaciones ilegales. Tal y como se hizo en la anterior sección, a lo sumo se darán posibles órdenes de magnitud, esfuerzo que, como veremos luego, resulta bastante ilustrativo puesto que permite poner en duda muchas cifras sobre contrabando que, en

el contexto colombiano, parecen haber "hecho carrera."

Existen diversas formas de ingresar ilegalmente mercancías al país, dentro de las cuales se destacan las siguientes: a) el contrabando "abierto", que consiste en internar artículos sin pasar por ningún control de aduana; b) el contrabando "técnico", donde el artículo importado se logra clasificar como un bien alternativo, que paga un arancel más bajo; c) la sub-facturación de importaciones, mediante la presentación de documentos adulterados que disminuyen la base gravable de la importación.

En los dos últimos casos, además del objetivo de no pagar los impuestos y aranceles correspondientes, puede existir una motivación vinculada al hecho de que hasta hace muy poco en Colombia existía un riguroso control de cambios que hacía bastante engorrosa y costosa tanto la entrada como la salida de capitales privados. Adicionalmente, y por lo menos en lo que hace al contrabando "abierto", con frecuencia se ha especulado que éste representa un mecanismo idóneo para ingresar a Colombia los recursos generados en la exportación de DI. A continuación se analizan por separado la subfacturación de importaciones y el contrabando "abierto".²⁹

A. Sub-facturación de importaciones

Un procedimiento comunmente utilizado para estimar el monto de las alteraciones a los registros del comercio internacional consiste en comparar la información reportada por el país en cuestión

²⁹ En virtud a la metodología que se utiliza, el contrabando "técnico" es indistinguible de la sub-facturación de importaciones.

con la reportada por sus socios comerciales³⁰. Así, las importaciones reportadas por Colombia se contrastan con lo que sus socios comerciales dicen haber exportado a Colombia³¹.

Incluso si no hay inconvenientes con la conversión de valores FOB a valores CIF, existen varias razones por las cuales las cifras reportadas por Colombia podrían diferir de las reportadas por sus socios comerciales, sin que ello conlleve a que haya sub-facturación por parte de los importadores colombianos: a) es posible que la cifra correcta sea la colombiana, y la adulterada la del socio comercial; b) puede haber desfases en el reporte de la información, de manera que una exportación hacia Colombia del país x en el año t solamente aparezca como una importación colombiana en el año t+1, sugiriendo, de manera errónea, sub-facturación en el primer período y sobre-facturación, por idéntico monto, en el período siguiente; c) existen diversos problemas de clasificación que son ajenos al fenómeno que acá se está analizando. Por ejemplo, una donación de equipo militar podría ser registrada de manera diferente en el país donante que en el país receptor, determinando que las cifras de exportaciones e importaciones no resulten estrictamente comparables.

³⁰ Una aplicación reciente para el caso de Bolivia aparece en Rajapatirana (1996). En el contexto colombiano esta metodología ha sido utilizada, entre otros, por Meisel (1990) y Steiner y Fernández (1994). Un enfoque alternativo se presenta en Kalmanovitz (1990).

³¹ La fuente de información básica es el Fondo Monetario Internacional, *Direction of Trade Statistics*. En dicha publicación las exportaciones se reportan FOB y las importaciones CIF. Para hacerlas comparables, es necesario convertir las cifras FOB a CIF. En este trabajo se supone que el paso de FOB a CIF conlleva un incremento de 9%, supuesto que, de estar muy alejado de la realidad, representaría una primera limitación de la metodología utilizada.

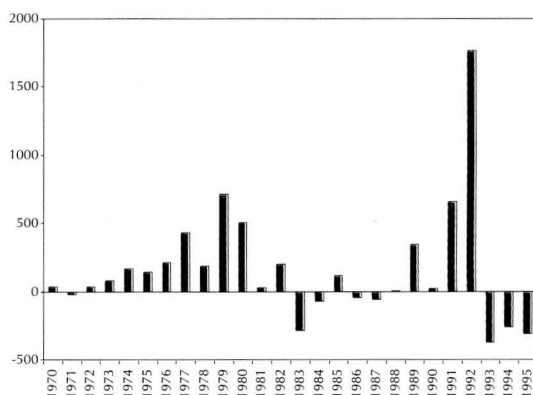
No obstante las anteriores limitaciones, la metodología utilizada permite, cuando menos, tener una adecuada apreciación de las tendencias de largo plazo. Para el período 1970-95, los estimativos de sub-facturación de importaciones se reportan en los Gráficos 7 y 8, considerando la totalidad de socios comerciales de Colombia³². En el Gráfico 7 se consignan valores nominales, donde cifras positivas indican que las exportaciones reportadas por el resto del mundo hacia Colombia son superiores a las importaciones declaradas en Colombia. Es decir, valores positivos se asocian con sub-facturación de importaciones. Por su parte, en el Gráfico 8 la información se presenta en términos relativos, donde valores superiores a 1 indican sub-facturación por cuanto las importaciones estimadas (es decir, las reportadas por los socios comerciales) superan las declaradas por los importadores colombianos.

De los dos Gráficos resulta evidente que, las importaciones declaradas por los importadores colombianos generalmente han sido inferiores a lo que los socios comerciales afirman haber exportado hacia Colombia³³. El problema de la subfacturación parece haber sido particularmente importante durante dos períodos: la segunda mitad de la década del setenta y el período 1989-92. Tal y como se desprende de los Gráficos 9 y 10, estos dos períodos se caracterizan tanto

³² Las anteriores aplicaciones de esta metodología para el caso de Colombia contemplaban información de los *principales* socios comerciales. Probablemente esta es la primera ocasión en la cual se consideran *todos* los socios comerciales.

³³ Es importante señalar que los cálculos se refieren a importaciones globales, de manera que no se descarta la posibilidad de que la dramática disminución de la sub-facturación total a partir de 1993 coincida con el incremento de la sub-facturación en algunos productos específicos.

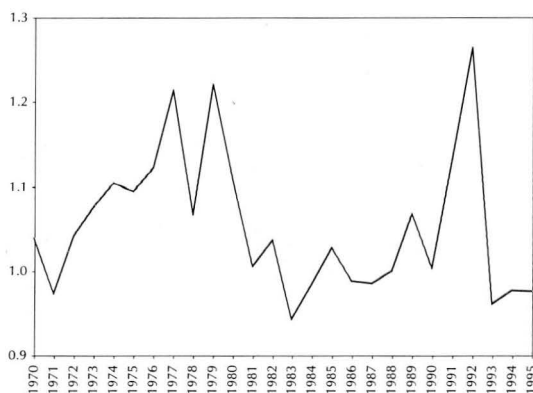
Gráfico 7. SUB-FACTURACION DE IMPORTACIONES (Estimadas-declaradas, en US\$ millones)



Fuente: Cálculos propios con base en FMI.

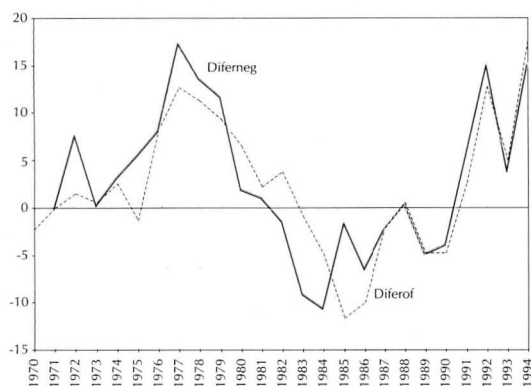
por un importante diferencial de intereses en favor de los activos financieros colombianos -independientemente de la definición de devaluación esperada que se utilice-, como por un premio cambiario negativo, es decir, una tasa de cambio negra (libre) inferior a la oficial.

Gráfico 8. SUB-FACTURACION DE IMPORTACIONES (Estimadas/declaradas)



Fuente: Cálculos propios con base en FMI.

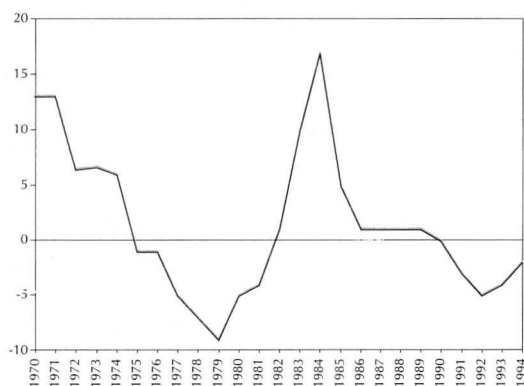
Gráfico 9. DIFERENCIAL DE TASAS DE INTERES*



* En Diferneg (Diferof) la tasa de interés externa se corrige por la devaluación observada en el mercado negro (oficial). Ver texto.

Puesto que hasta 1993 para los colombianos resultaba particularmente difícil y costoso diversificar internacionalmente su portafolio financiero, los Gráficos recién reportados sugieren que la sub/sobre facturación de importaciones quizás se explica en parte en el deseo de entrar capitales a Colombia cuando las tasas de interés internas superan a las externas (corregidas por la

Gráfico 10. PREMIUM CAMBIARIO (%)



Fuente: Ver texto.

devaluación) y en el deseo de fugar capitales cuando las tasas externas resultan más atractivas³⁴.

Este planteamiento recibe soporte econométrico en los ejercicios que se reportan en el Cuadro 4. La variable dependiente (SUBFAREL) es el logaritmo de la variable consignada en el Gráfico 8. Las variables explicatorias son de cuatro tipos: (i) el diferencial de rentabilidades (DIFERNEG y DIFEROF); (ii) el PREMIUM cambiario; (iii) las variables vinculadas al narcotráfico (donde, además de EXPORT y COMPRAS, ahora se incluye INGRESOS, los ingresos netos reales por exportación de DI); (iv) los aranceles³⁵ (ARAN). Bajo la hipótesis nula, la sub-facturación de importaciones aumenta con el diferencial de rentabilidades y disminuye tanto con el premium cambiario como con el nivel del arancel. A priori, no se postula ninguna relación en particular entre la sub-facturación y las variables que aproximan la actividad de los narcotraficantes. Las dos primeras ecuaciones que se reportan en el Cuadro 4 dan soporte a la hipótesis de que la sub-facturación de importaciones aumenta con el diferencial de rentabilidades, independientemente de como éste sea definido. De nuevo, la significancia econométrica de DIFERNEG y DIFEROF contrasta con su baja relevancia económica. Las ecuaciones 3-10 muestran que las variables vinculadas al narcotráfico -y que resultaron determinantes en la evolución de los ingresos por transferencias- no explican la evolución de la sub-facturación de

³⁴ Un planteamiento similar, pero naturalmente de signo contrario, se puede hacer para el caso de la sub/sobre facturación de exportaciones.

³⁵ El arancel ha sido calculado siguiendo la misma metodología que Steiner y Fernández (1994).

Cuadro 4. DETERMINANTES DE LA SUBFACTURACION DE IMPORTACIONES
(MCO: variable dependiente es SUBFAREL)

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Constante		0.042 (2.859)***	0.034 (2.489)**	0.042 (0.264)	-0.254 (-0.606)	0.015 (0.131)	0.075 (0.218)	-0.076 (-0.632)	-0.066 (-0.332)	-0.022 (-0.139)	-0.631 (-1.348)
Rentabili	DIFEROF	0.005 (2.659)**									
	DIFERNEG		0.007 (4.051)***	0.005 (2.128)**	0.006 (2.313)**	0.007 (3.659)***	0.006 (1.990)*				
Premium	PREMIUM							-0.88 (-3.132)***	-0.645 (-1.916)*	-0.621 (-1.841)*	-0.89 (-2.452)**
Narcotráfico	EXPORT								0.019 (0.505)		
	COMPRAS			-0.003 (-0.09)			-0.005 (-0.136)			0.01 (0.354)	
	INGRESOS				0.037 (0.673)						0.088 (1.421)
Arancel	ARAN					-0.012 (-0.173)	0.011 (0.11)	-0.078 (-1.058)			
R2aj		0.201	0.401	0.165	0.194	0.392	0.09	0.31	0.112	0.103	0.224
DW		1.457	1.461	1.482	1.46	1.532	1.486	1.97	2.006	2.019	2.122
F		7.069	16.414	2.38	2.69	7.117	1.46	5.28	1.89	1.8	3.022
Período		1970-94	1971-94	1980-94	1980-94	1975-94	1980-94	1975-94	1980-94	1980-94	1980-94

Estadístico t en paréntesis. * (**) (***) señala significancia al 10% (5%) (1%)

importaciones, procedimiento que, sorprendentemente, tampoco parece depender del nivel del arancel.

De otra parte, las estimaciones 7-10 sugieren que el premium del mercado negro afecta de manera significativa la sub-facturación de importaciones. Por problemas de multicolinealidad, no es posible verificar si este resultado se sostiene cuando se controla por el diferencial de tasas de interés. Puesto que la sub-facturación de importaciones implica la alteración del valor de una importación

que en todo otro sentido es legal, quizás en las estimaciones del Cuadro 4 la forma correcta de interpretar el premium sea como "proxy" de las expectativas de devaluación, no como el precio relativo entre dos mercados en los que, presumiblemente, se podrían comprar/vender las divisas vinculadas a esta actividad. La alternativa de comprar/vender divisas en uno de dos mercados, alternativa que claramente se presenta en el caso de los ingresos por turismo y por transferencias, quizás no sea relevante en el caso de la sub-facturación de importaciones.

B. Contrabando "abierto" ³⁶

Las cifras sobre sub-facturación de importaciones que se acaban de mencionar sugieren que dicho fenómeno habría sido muy importante en 1991 y 1992, pero habría desaparecido a partir de 1993. A su turno, en la Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo -EOE- el contrabando ha sido señalado, de manera consistente desde 1992, como uno de los principales problemas que enfrentan los comerciantes³⁷.

Es razonable postular que el fenómeno al que se refieren los comerciantes en la EOE y los gremios de la producción y el comercio en sus reiteradas denuncias consignadas en la prensa sea contrabando "abierto", cualitativamente diferente de aquel que se pretende aproximar con la metodología de sub-facturación de importaciones utilizada en la anterior sección. Mientras la sub-facturación conlleva a que una importación (legal en cualquier otro sentido) pague un menor arancel del que verdaderamente le corresponde, el contrabando "abierto" define una importación ilegal que ni siquiera ha pasado por las aduanas. De hecho, es una compra que presumiblemente no figura en las cuentas de terceros países como una exportación hacia Colombia³⁸. Por tal razón, es factible que al tiempo que la sub-facturación de importaciones desaparece -p.ej. porque dismi-

nuye el diferencial de intereses que la motivaba- se incrementa el contrabando "abierto" mediante el cual se "lavan" dineros de dudosa procedencia.

En la presente sección se reporta y analiza información que permite concluir de manera preliminar que si bien es cierto que el contrabando "abierto" es un problema latente, particularmente en algunos sectores específicos, dicho flagelo difícilmente alcanzaría los montos que en ocasiones se mencionan en las discusiones sobre el particular. Es importante advertir desde un principio que al tiempo que se cuenta con una metodología de amplia aceptación para aproximar el tamaño de la sub-facturación, resulta verdaderamente difícil obtener cifras confiables respecto del contrabando "abierto"³⁹. Por tal razón, quizás lo más procedente sea concentrarse en el estudio de algunos productos y algunos mercados mencionados con frecuencia como componentes claves del problema que nos ocupa.

1. Importaciones registradas de algunos productos seleccionados

Si bien es cierto que en la práctica puede haber contrabando "abierto" de cualquier producto, la naturaleza misma del presente trabajo conlleva a delimitar el marco de estudio. Al fin y al cabo, en el proceso de vincular de alguna manera los dineros del narcotráfico al problema del contrabando de importaciones, quizás sea deseable dejar por fuera toda una serie de productos

³⁶ Para la elaboración de esta sección se contó con la valiosa colaboración de María Angélica Arbeláez.

³⁷ El "balance" de respuestas de la EOE -la diferencia entre quienes consideran que el contrabando es un problema y quienes consideran que no lo es- rondaba el 15% en 1991; a finales de 1995 superaba el 30%.

³⁸ Esta observación es particularmente relevante por cuanto en nuestros ejercicios es importante tener seguridad de que una importación ilícita no se contabiliza dos veces, como sub-facturación y como contrabando "abierto."

³⁹ Dado que se conoce con razonable certeza la producción doméstica y las importaciones legales de un determinado producto, el contrabando se podría deducir por diferencia si se tuviese información confiable sobre consumo doméstico. En lo que respecta a Colombia, un ejercicio en tal sentido se puede hacer para el caso de los cigarrillos, tal y como se discute más adelante. En un estudio más amplio sobre el tema del contrabando se podría pensar en aplicar a otros productos una metodología similar.

-incluidos algunos provenientes de los sectores agrícola y siderúrgico- que en ocasiones ingresan de contrabando a Colombia, mediante procesos de "triangulación" motivados en el arbitraje de diferenciales de aranceles y tasas de cambio entre Colombia y algunos países de la región. Puesto de otra forma, mientras es razonable pensar que una disminución en los ingresos por exportación de DI se traduciría en reducciones en el contrabando "abierto" de algunos productos específicos que se consideran a continuación, no parece correcto pensar que dicha reducción tenga efecto alguno sobre esporádicos eventos de contrabando masivo de productos agrícolas provenientes de Ecuador y Venezuela, los cuales con seguridad obedecen a una dinámica en gran parte ajena al propósito de "lavar" dinero procedente de exportaciones ilícitas.

En el proceso de lograr algún entendimiento del problema del contrabando, parece útil una breve mención a las importaciones registradas de algunos productos seleccionados. En los Cuadros 5-7 se consigna información sobre artículos típicamente mencionados en el contexto del tema del contrabando: cueros, calzado, textiles y confecciones, aparatos eléctricos y electrónicos. La información se reporta para Colombia y algunos países de similar grado de desarrollo -expresadas en dólares nominales y como porcentaje del PIB. El Cuadro 5 sugiere que durante la primera mitad de la presente década las importaciones registradas de cuero, tejido, calzado y confecciones representaron el 0.6% del PIB en Colombia, cifra inferior a la observada en Venezuela y superior a la obtenida en el Perú⁴⁰.

⁴⁰ Se incluyen los siguientes capítulos de la nomenclatura arancelaria: 41 cuero; 42 manufacturas de cuero; 52 tejidos de algodón; 54 tejidos de hilado; 55 tejidos de fibra sintética; 60 tejidos de punto; 61-63 confecciones; 64 calzado.

Para el caso de Colombia la tendencia es claramente creciente, reflejo tanto de la liberación de importaciones como de la evolución de la tasa de cambio real. El mismo panorama surge de considerar las importaciones totales de aparatos eléctricos y electrónicos (Cuadro 6) y las exportaciones del mismo tipo de bienes por parte de E.U. hacia la región (Cuadro 7)⁴¹.

La información recién reportada indica que en comparación con países de similar grado de desarrollo relativo, las importaciones colombianas de algunos productos mencionados como favoritos del contrabando no son para nada despreciables y, de hecho, han aumentado de manera consistente a lo largo del proceso de apertura. Ello por supuesto no es prueba de que no exista contrabando. Sin embargo, sí invita a hacer la siguiente reflexión (bajo el supuesto de que el contrabando de dichos productos no sea un fenómeno particularmente serio en los países que se han incluido para propósitos de comparación). Si el contrabando hacia Colombia de los productos mencionados en los Cuadros 5-7 fuese muy grande, entonces (i) las importaciones totales (legales o no) de Colombia no guardarían relación con las de países de similar nivel de desarrollo y (ii) sería difícil entender cómo, en dicho ambiente, logran subsistir importaciones legítimas bastante significativas.

⁴¹ En este caso se incluyen los siguientes rubros a tres dígitos: 841 (aparatos eléctricos, incluidos ventiladores, refrigeradores, aires acondicionados y calentadores); 842 (secadores de ropa centrífugos); 845 (lavadoras y secadoras para el hogar o para uso industrial y máquinas de coser); 847 (calculadoras electrónicas, registradoras, máquinas para franquicia y para expedición de tiquetes, máquinas análogas o híbridas de procesamiento de datos y máquinas digitales); 850 (aparatos electromecánicos, incluidos aspiradoras, pulidoras, trituradores para la cocina, y procesadores de comidas y bebidas); 851 (secadores eléctricos, hornos eléctricos y de microondas, estufas, cafeteras, tostadoras y equipos de sonido); 852 (contestadores de teléfono, equipos de video, de grabación magnética, de radiodifusión y televisores).

Cuadro 5. IMPORTACIONES TOTALES DE CUERO, CALZADO, TEXTILES Y CONFECCIONES

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	Promedio
Nominales (US\$ millones)							
Colombia		128.3	273.0	395.1	425.9	530.8	350.6
Perú	15.1	59.0	78.5	133.1	199.9		97.1
Venezuela	277.6	427.5	572.9	476.1	336.2		418.1
Como porcentaje del PIB							
Colombia		0.3	0.6	0.7	0.8	0.9	0.6
Perú	0.1	0.2	0.3	0.5	0.7		0.4
Venezuela	0.5	0.7	0.9	0.7	0.5		0.7

Fuente: Dane, Junac y Banco Mundial.

Cuadro 6. IMPORTACIONES TOTALES DE ELECTRONICOS Y ELECTRODOMESTICOS

	1991	1992	1993	1994	Promedio
Nominales (US\$ millones)					
Colombia	809	1149	1633	2257	1462
Perú	381	463	656	976	619
Venezuela	2323	3008	2695	1736	2441
Como porcentaje de PIB					
Colombia	1.7	2.3	3.1	4.0	1.9
Perú	1.5	1.9	2.5	3.2	1.5
Venezuela	3.8	4.6	4.1	2.7	2.5

Fuente: Dane, Junac y Banco Mundial.

Cuadro 7. ESTADOS UNIDOS: EXPORTACIONES DE ELECTRICOS Y ELECTRONICOS

	1991	1992	1993	1994	1995	Promedio
Nominales (US\$millones)						
Chile	102.6	135.4	157.7	181.4	224.1	200.3
Colombia	106.1	168.0	239.3	318.1	345.3	294.2
Perú	29.9	40.8	48.0	85.3	112.5	79.1
Venezuela	267.2	279.0	269.6	183.9	258.2	314.5
Como porcentaje del PIB						
Chile	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.4
Colombia	0.2	0.3	0.5	0.6	0.6	0.4
Perú	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	0.2
Venezuela	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4	0.4

Fuente: US Department of Commerce y Banco Mundial. El PIB de 1995 es preliminar.

Resulta interesante comparar la anterior información con las exportaciones desde los E.U. hacia dos países del Caribe, Antillas Holandesas y Aruba (Cuadro 8)⁴². El contraste no podía ser más marcado. Aunque de lejos la cifra más inverosímil se refiere a las ventas de cigarrillos a Aruba (que en 1994 habrían representado el 25% del PIB de la isla), los demás rubros también muestran niveles elevados. Por ejemplo, mientras las exportaciones norteamericanas de aparatos eléctricos y electrónicos representó en promedio cerca del 0.4% del PIB en los países del Cuadro 7, en Antillas Holandesas y Aruba representaron un porcentaje diez veces más grande (3.9% del PIB). Aunque los patrones de consumo (y de importaciones de bienes de consumo) depende de diversas variables -dentro de las que se destacan el ingreso, los precios relativos y la política comercial- es evidente que el contraste entre las cifras de los Cuadros 7 y 8 es demasiado grande para creer que las diferencias se puedan explicar en función de variables económicas convencionales⁴³. Todo ello sugiere que diversos países estarían efectuando importaciones desde los E.U. con el propósito de reexportar dichos productos para su consumo final en otras naciones. En el caso particular de re-exportaciones hacia

Colombia, algunas cifras que se presentan a continuación indican que dichas reexportaciones se harían, en gran parte, bajo la forma de contrabando.

2. Comercio con Panamá

Desde hace muchos años se especula que Panamá, y más específicamente la Zona Libre de Colón, juegan un papel determinante en lo concerniente al contrabando "abierto" que ingresa a Colombia. El principal obstáculo que existe para abordar el tema radica en que en las diferentes fuentes consultadas no es enteramente claro si la información reportada incluye o no la Zona Libre. Por tal razón, las cifras que se presentan a continuación se deben interpretar con cautela.

En el Cuadro 9 se presenta información acerca del comercio entre E.U. y Panamá y entre Panamá y Colombia. El primero tiene como fuente las exportaciones registradas por los E.U., de acuerdo con el Departamento de Comercio de dicho país. Las segundas son las importaciones registradas por parte de Colombia, según el Dane. De acuerdo con las cifras del Dane, las importaciones totales provenientes de Panamá se ubican en la actualidad en cerca de \$260 millones. Nótese que en lo que respecta a los productos seleccionados, Colombia no registra importaciones significativas de cigarrillos o licores, y, de hecho, el único rubro de alguna importancia es el renglón 852xxx (contestadores de teléfono, equipos de video, de grabación magnética, de radiodifusión y televisores). Ahora bien, puesto que es razonable presumir que Panamá no es un importante productor de los productos catalogados bajo el renglón 852xxx, habría que concluir que la información del Cuadro 9 hace referencia a las importaciones registradas por parte de Colom-

⁴² Puesto que para dichos países no fue posible conseguir información sobre PIB, se ha procedido a suponer que ambos países cuentan con un PIB per cápita de \$3000. Dicha cifra ha sido aplicada al dato de población extraído de la base de datos del Banco Mundial.

⁴³ En el caso de los licores, aunque se trata de cantidades más bajas en términos absolutos, las diferencias relativas también son sorprendentemente grandes. Es poco probable que, por más creatividad econométrica que se despliegue, se encuentre una justificación al hecho de que Antillas Holandesas, con una población de 198,000 habitantes, importe para consumo doméstico licores desde los E.U. por un monto que supera por un factor de más de 10 a 1 las compras de Venezuela, país que cuenta con una población que bordea los 21.4 millones y que, además, es reconocido como un importante consumidor mundial de licores.

Cuadro 8. EXPORTACIONES DE LOS ESTADOS UNIDOS

	1991	1992	1993	1994	1995	Promedio
A Antillas Holandesas						
Nominales (US\$millones)						
Cigarrillos	34.4	35.7	54.0	10.8	9.2	28.8
Licores	8.8	9.1	8.6	11.2	9.3	9.4
Aparatos eléctricos y electron.	19.6	18.7	22.9	23.9	28.8	22.8
Como porcentaje del PIB^a						
Cigarrillos	6.0	6.1	9.2	1.8	1.5	4.9
Licores	1.5	1.6	1.5	1.9	1.6	1.6
Aparatos eléctricos y electrónicos	3.4	3.2	3.9	4.0	4.8	3.9
A Aruba						
Nominales (US\$millones)						
Cigarrillos	5.0	32.2	23.4	52.1	43.7	31.3
Licores	1.8	2.4	2.5	2.0	2.8	2.3
Aparatos eléctricos y electrónicos	7.3	7.2	6.9	10.7	8.2	8.1
Como porcentaje del PIB^a						
Cigarrillos	2.5	15.8	11.4	25.0	20.8	15.1
Licores	0.9	1.2	1.2	0.9	1.3	1.1
Aparatos eléctricos y electrónicos	3.6	3.5	3.4	5.2	3.9	3.9

^a Se conoce la población. Se ha supuesto un PIB per cápita de us\$3000.

Fuente: U.S. Department of Commerce, *Bureau of the Census* y Banco Mundial.

Cuadro 9. PANAMA: COMERCIO CON ESTADOS UNIDOS Y COLOMBIA (US\$ millones, CIF)

	Exportaciones de E.U. a Panamá				Importaciones colombianas desde Panamá				
	1991	1992	1993	1994	1991	1992	1993	1994	1995
Cigarrillos	25.2	32.9	29.5	34.4	0.0	0.1	0.1	0.1	
Licores	3.9	9.8	10.4	10.2	0.2	0.6	0.4	1.2	
Apar. electr./electro.	64.9	79.1	105.5	122.0	12.0	26.0	27.8	33.6	
841xxx	10.4	11.1	13.1	14.1	0.5	0.8	0.7	0.9	
842xxx	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
845xxx	3.1	3.5	5.8	6.0	0.2	0.3	1.2	0.7	
847xxx	12.3	15.1	21.8	21.3	1.4	2.0	3.8	4.9	
850xxx	11.0	13.5	13.9	12.7	0.3	0.6	0.5	1.0	
851xxx	6.4	6.2	5.4	6.2	2.3	2.1	1.9	3.4	
852xxx	21.6	29.7	45.5	61.8	7.2	20.3	19.7	22.7	
Total					73.5	117.7	175.2	263.5	260

Fuente: U.S. Department of Commerce -Bureau of the Census- y Dane.

bia, provenientes tanto de Panamá como de la Zona Libre de Colón. En lo que sigue, esa es la interpretación que se hace de la información, interpretación que tiene fundamentales consecuencias en el análisis del tema que nos ocupa.

El Cuadro 10 contiene información proveniente directamente de autoridades panameñas⁴⁴. Las mismas sugieren que en el pasado reciente las re-exportaciones hacia Colombia desde la Zona Libre de Colón habrían ascendido a cerca de \$1,500 millones anuales. Se destaca la importancia de rubros como los aparatos eléctricos y electrónicos para el hogar, las joyas, las confecciones y el calzado. Aunque por problemas de clasificación las cifras del Cuadro 10 no son estrictamente comparables con las de los Cuadros 5 y 6, resulta claro que en algunos rubros la Zona Libre de Colón es un importante abastecedor del mercado colombiano. Así por ejemplo, para 1995 la suma de carteras, tejidos sintéticos, confecciones y calzado y zapatillas asciende a \$338.3 millones (Cuadro 10), cifra nada despreciable si se compara con importaciones totales legales de \$530.8 millones (Cuadro 5). Comparaciones similares se pueden hacer para otros productos. Nótese que entre 1992 y 1994 se habría presentado un aumento cercano al 100% en las re-exportaciones totales hacia Colombia, valor que se habría mantenido estable de allí en adelante.

De ser confiable la información del Cuadro 10, y dado que se conocen las importaciones legítimas provenientes de Panamá (Cuadro 9, las cuales,

de acuerdo con nuestra interpretación, ya incluyen las importaciones legítimas provenientes de la Zona Libre de Colón), habría que concluir que el contrabando "abierto" que llega a Colombia a través de la Zona Libre panameña sería del orden de los \$1,300 millones anuales, cifra que si bien no es nada despreciable, es inferior a la que informalmente mencionan algunos empresarios colombianos.

3. Importaciones de cigarrillos

El contrabando de cigarrillos ha sido mencionado, en ocasiones, como fundamental en el proceso de "lavado" de dinero del narcotráfico. En el caso particular de los cigarrillos, son de público conocimiento dos hechos. De una parte, tal y como se desprende del Cuadro 11, en Colombia la importación lícita de cigarrillos es bastante reducida⁴⁵. De otra parte, es bien sabido que en medio de total impunidad y con evidente tolerancia de parte de la sociedad, una marca específica, elaborada en los E.U., satisface parte de la demanda doméstica, particularmente de los estratos económicos más elevados de las principales ciudades.

Cabría la posibilidad de que el consumo interno de la famosa marca norteamericana fuese abastecido con importaciones legales (v.gr. re-exportaciones) provenientes de Panamá o de algún otro país de la región. Esta posibilidad se descarta en virtud a la información del Cuadro 11, donde se observa que durante 1991-94 las importaciones de cigarrillos provenientes de los E.U. explican el 86.1% de las importaciones totales (legales) de cigarrillos. Nótese que mientras Colombia

⁴⁴ Agradecemos a Eduardo Lora el suministro de esta valiosa información. Puesto que la base de datos original no viene clasificada de la misma manera que aquella que tiene como fuente el Dane, la estructura de agrupación del Cuadro 10 es nuestra entera responsabilidad.

⁴⁵ De acuerdo con las cifras oficiales, en promedio para 1991-94 Colombia habría importado de los E.U. -su principal proveedor- cigarrillos por un valor de \$2.4 millones anuales.

Cuadro 10. ZONA LIBRE DE COLON: RE-EXPORTACIONES A COLOMBIA
(US\$ millones)

	1992p	1993p	1994p	1995e	1996a
Total	743.6	1,222.3	1,545.8	1,540.6	957.4
Bebidas (cerveza, champaña, whisky)	3.8	7.7	9.3	9.2	12.9
Cigarrillos	19.9	24.0	27.9	27.8	27.2
Medicamentos (antib., comp org., med. oral., e inyec)	18.9	21.0	24.8	24.7	13.0
Perfumes (lociones, cosmeticos)	34.5	49.8	56.0	55.8	38.2
Carteras (maletines, mochilas, bolsos)	3.0	14.4	19.6	19.5	11.5
Tejidos Sintético Artificial	67.7	81.3	96.1	95.8	42.4
Confecciones	37.1	133.8	161.1	160.6	82.3
Calzado y zapatillas	31.5	59.3	82.6	82.4	60.4
Joyas (oro y fantasía)	141.0	167.2	161.0	160.4	99.7
Autos y partes	28.3	40.3	25.3	25.2	6.0
Vajillas (plast., vidrio, cristal, adornos plas./porcel.)	10.0	16.8	25.2	25.1	18.9
Bicicletas y partes	2.5	11.7	15.5	15.4	3.0
Instrumentos Médicos	0.7	0.7	1.0	1.0	0.5
Relojes y partes (pulso, mesa, pared)	54.9	57.0	64.5	64.3	34.2
Juguetes (Nep., munecas, adap., a TV)	13.3	27.5	35.9	35.8	15.5
Calculadoras, computadores y partes	10.8	14.1	17.3	17.2	2.9
Teléfonos, faxes y similares	19.1	32.1	45.1	45.0	18.7
Electrón., hogar (ver nota)	156.2	259.2	385.3	384.0	206.6
Máquinas escrib/fotocop. (partes, manua. y meca.)	11.0	15.7	18.7	18.6	10.3
Varios	18.3	34.2	49.0	48.8	35.7
Paraguas	1.1	3.5	5.4	5.4	3.9
Aires acondicionados	0.7	2.9	5.0	5.0	4.2
Máquinas de coser domésticas	0.7	1.4	2.6	2.6	1.2
Rodamientos de todas clases	2.9	4.0	3.4	3.4	2.8
Generadores eléctricos	3.1	0.1	0.3	0.3	0.2
Baterías (pilas secas)	1.3	2.2	2.3	2.3	1.0
Lustradoras y aspiradoras	0.8	1.1	1.2	1.1	1.1
Batidoras, licuadoras y similares	0.7	2.4	3.1	3.1	3.4
Abanicos	0.8	7.3	9.7	9.6	6.5
Linternas de mano (pila)	1.9	2.0	4.3	4.3	2.5
Electrotérmicos de uso doméstico	1.9	4.1	7.5	7.5	5.9
Lámparas de tubo incandescente	1.5	1.4	2.6	2.6	0.8
Encendedores	0.9	1.7	1.7	1.7	2.1
Otros	61.3	154.8	224.8	224.1	217.6

(p) preliminar. (e) estimada. (a) agosto

Electrón. hogar: radio, TV, equipo sonido, cámaras video/fotografía, lentes, grabadoras, órganos elec., cintas, BETA/VHS
Fuente: Contraloría General de la República. Departamento de Estadística. Division de Planificación y Finanzas.

registra pírricas importaciones legítimas de cigarrillos, información de las autoridades panameñas sugiere que de la Zona Libre de Colón se efectuarían reexportaciones anuales de ciga-

rrillos hacia Colombia por un monto cercano a los \$30 millones. Esta cifra de entrada le pone un piso al valor del contrabando de cigarrillos hacia Colombia. De otra parte, la información

**Cuadro 11. IMPORTACIONES COLOMBIANAS DE CIGARRILLOS
(US\$, CIF)**

Procedentes de:	1991	1992	1993	1994
Bélgica				102
Brasil		284128	129970	
Colombia				147557
Estados Unidos	1102421	1991720	2256401	4331729
Francia		58557	49273	74
Holanda				86
Panamá	28498	128925	121037	141038
Reino Unido		30099		
Suiza				97
Ucrania			76198	
Venezuela	952	861	657	295362
Países no identificados			35030	33240
Total	1131871	2494290	2668566	4949285

Fuente: Dane.

consignada en el Cuadro 8 sugiere que, con seguridad, las re-exportaciones de cigarrillos hacia Colombia no se limitan al caso de la Zona Libre de Panamá.

La conjugación de (a) grandes exportaciones de cigarrillos de E.U. a países del Caribe y (b) bajas exportaciones lícitas tanto de E.U. como de los países del Caribe hacia Colombia, implica que el contrabando hacia Colombia debe ser grande si la suma de las importaciones registradas y la producción nacional resultan significativamente inferiores al consumo total de cigarrillos en Colombia. Aunque este último no es directamente observable, es factible estimarlo. En la versión no publicada del informe que sirvió de base para la elaboración del documento de Steiner y Fernández (1994)⁴⁶ se analizó en algún detalle el

mercado doméstico de cigarrillos, utilizando como base un estudio de la Compañía Colombiana de Tabacos (Coltabaco, 1993). De acuerdo con el mismo, mientras que en 1984 la industria nacional abastecía el 85% del mercado doméstico, en 1993 dicho porcentaje se habría reducido a 30%. La información sobre consumo en dicho estudio, proveniente de investigaciones de mercado, indica que en 1993 el consumo total habría alcanzado 28,000 millones de cigarrillos, unos 1,510 por habitante mayor de 15 años⁴⁷.

⁴⁷ En Steiner y Fernández (versión no publicada) se analizó información de la Encuesta de Ingresos y Gastos del Dane y del Departamento de Agricultura de los E.U. (USDA). De acuerdo con la primera fuente, al tomar el gasto en cigarrillos de los hogares de 9 grandes ciudades y dividirlo por el precio promedio y por el número de personas mayores de 15 años, se obtiene un consumo anual promedio de 900 cigarrillos. El USDA estimó para Colombia un consumo anual per cápita mucho mayor: 1,891 cigarrillos. El estimativo de Coltabaco (1993) representa por lo tanto un razonable punto medio entre las dos fuentes alternativas.

⁴⁶ Y que bajo el mismo nombre se encuentra disponible en la Biblioteca de Fedesarrollo.

Con base en dicho estimativo, y teniendo en cuenta la producción doméstica y las importaciones legales, se deduce un contrabando anual de 4 mil millones de cigarrillos en 1984-86, de 10.8 miles de millones en 1990 y de 19 mil millones en 1993. Esta última cifra equivale a 950 millones de cajetillas. El valor monetario del contrabando depende, naturalmente, del precio al cual se valoren estas cantidades. Fenalco las valoró al precio de venta al público en Colombia, algo así como \$1 por cajetilla, y estimó el contrabando anual de cigarrillos en cerca de \$1,000 millones⁴⁸. Un precio alternativo, y quizás más realista, proviene de suponer que al nivel minorista la venta de cigarrillos de contrabando genera un margen de utilidad sobre ventas del 50%, de manera que el precio relevante para valorar las importaciones de contrabando sería \$0.50 por cajetilla. Con dicho precio, y en virtud al estimativo de volumen ya mencionado, se tendría que anualmente ingresan a Colombia cigarrillos de contrabando por unos \$500 millones⁴⁹.

IV. RESUMEN

En Steiner (1996) se mostró que en los últimos años los narcotraficantes colombianos estarían generando ingresos anuales (netos) de divisas del orden de \$1,500-2,500 millones. En este trabajo se ha pretendido dar luces en torno al probable destino de dichas divisas. Se ha mos-

trado que algunos de los usualmente mencionados no parecen ser importantes. Ese es el caso de los ingresos por turismo y la sub-facturación de importaciones, actividades que se pueden explicar de manera relativamente satisfactoria con determinantes económicos que no tienen mucho que ver con el problema del narcotráfico. Utilizando una metodología de amplia aceptación internacional se ha mostrado que la sub-facturación de importaciones lícitas fue un problema muy significativo en 1991 y 1992, y ha dejado de serlo desde 1993. La evidencia econométrica sugiere que la sub-facturación de importaciones está asociada con el diferencial de tasas de interés entre Colombia y el exterior, de manera tal que la evolución de largo plazo que ha tenido la sub-facturación parece razonable en virtud a la forma en que se ha movido dicho diferencial como resultado de alteraciones en la política monetaria.

También se ha mostrado que otros dos mecanismos -las transferencias privadas y el contrabando abierto- sí parecen operar como vehículo para ingresar a Colombia dineros de dudosa procedencia. En particular, al mercado cambiario se habrían reintegrado bajo la forma de ingresos por transferencias recursos que casi con absoluta seguridad no corresponden a ingresos laborales de colombianos residenciados en el exterior. En el período reciente, a través de dicho mecanismo habrían ingresado al país divisas por el equivalente a cerca de una tercera parte de los ingresos netos del narcotráfico.

Se ha señalado además que el contrabando "abierto" de algunos productos (textiles y confecciones, cueros, aparatos eléctricos y electrónicos y cigarrillos) es un fenómeno importante y que las importaciones ilícitas por todo concepto provenientes de la Zona Libre de Colón podrían

⁴⁸ Ver *El Tiempo*, mayo 20 de 1994.

⁴⁹ Un procedimiento alternativo consiste en valorar las cantidades al precio implícito de las (pocas) importaciones legales o al precio de referencia certificado por el Incomex. Desafortunadamente, ambas fuentes arrojan precios con una inestabilidad difícil de justificar. Para 1993 el precio implícito por cajetilla fue de \$0.17 y el certificado por el Incomex de \$0.26. De ser relevante cualquiera de estos dos precios, el valor del contrabando sería bastante inferior a los \$500 millones recién mencionados.

superar los \$1,000 millones anuales. De otra parte, los cálculos reportados sugieren que, en adición a las importaciones ilícitas provenientes de la Zona de Colón, quizás se presente contrabando de cigarrillos por \$450 millones anuales. Si bien todas estas cifras son significativas, son inferiores a algunas que han hecho "carrera" en Colombia en el pasado reciente. En particular, no parece haber fundamento para afirmar que el contrabando represente la mitad de las importaciones legales, o que el contrabando de cigarrillos alcance \$1,000 millones, o que las importaciones ilícitas provenientes de la Zona de Colón se acerquen a los \$6,000 millones anuales.

Dicho lo anterior, y reconociendo que subsiste incertidumbre respecto a la información utilizada, en este trabajo se da soporte a la siguiente conclusión: en el pasado reciente el valor anual del contrabando podría rondar los \$1,500 millones, al mismo tiempo que al mercado cambiario se habrían ingresado anualmente dineros de dudosa procedencia -mintiendo sobre el origen de los mismos- por \$1,200 millones en 1990-92 y \$800 millones a partir de 1993. Habría que concluir entonces que, por lo menos en lo que hace al último lustro, la mayor parte del flujo neto de divisas generado por los exportadores de DI habría sido repatriado a Colombia⁵⁰.

⁵⁰ Lo cual, por supuesto, no necesariamente implica que las fortunas amasadas por los narcotraficantes a finales de los 70 y principios de los 80 necesariamente hayan corrido igual suerte.

Anexo

BALANZA CAMBIARIA

La balanza de pagos es un sistema contable de uso universal, fundamentado en una metodología diseminada por el FMI. En ella se clasifican las operaciones comerciales y financieras entre residentes y no residentes, independientemente de que las mismas involucren o no movimientos de divisas. Así, incluso una operación comercial basada en el trueque conlleva a que en la balanza de pagos aparezcan simultáneamente una exportación y una importación.

Dada la larga tradición de controles cambiarios y manejo centralizado del sistema cambiario en el BR -situación que tan solo cambió a partir de 1991-, en Colombia ha sido usual producir, además de la balanza de pagos, lo que se conoce como balanza cambiaria. Allí se incluyen todas las operaciones comerciales y financieras del país que sí conllevan un movimiento de divisas. En un sistema cambiario totalmente centralizado, la balanza cambiaria es, por así decirlo, el "extracto bancario" del banco central. Allí se consignan los ingresos y egresos de divisas, clasificados utilizando esencialmente los mismos rubros o rúbricos de la balanza de pagos.

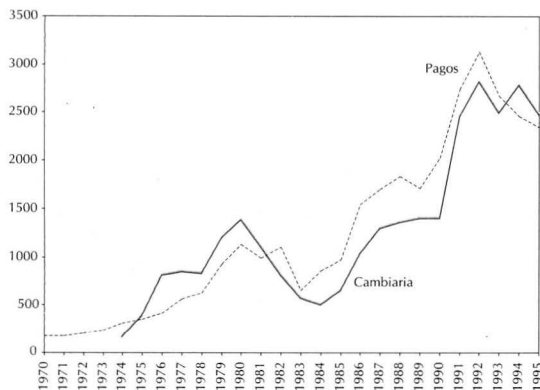
Mientras que la balanza de pagos se estima, la cambiaria es estrictamente contable, a partir de la información provista por la persona que efectúa el reintegro de divisas. Si la calidad de dicha información era escasa cuando el sistema estaba centralizado en el BR, es razonable presumir que a partir de 1991 su confiabilidad se hizo incluso menor. En tanto que en algunos casos -por ejemplo el de las transferencias- la información de la balanza cambiaria es insumo para la estimación de la de pagos, en otros casos las dos formas de contabilización contienen infor-

mación proveniente de metodologías marcadamente diferentes. Ese es el caso de los ingresos por turismo, que en la cambiaria provienen de la información suministrada por quien reintegra las divisas, mientras que en la de pagos el estimativo se hace teniendo en cuenta información sobre el número de turistas que han ingresado al país y encuestas sobre el gasto típico de un turista.

En diversos países la balanza de pagos se produce trimestralmente; en Colombia solamente se elabora una vez por año. Es esa la razón por la cual la balanza cambiaria -que se publica mensualmente- ha sido la fuente de información privilegiada por diversos analistas e investigadores. Es importante tener en cuenta que la alta frecuencia de la balanza cambiaria está en contraposición con la baja confiabilidad de la misma, confiabilidad que con seguridad disminuyó con la descentralización cambiaria a partir de 1991.

Esta disquisición metodológica se justifica en el hecho de que, en ocasiones, las diferencias que se presentan entre algunos rubros de la balanza de pagos y de la balanza cambiaria ocasionan errores en la interpretación tanto de las cifras como de los efectos de algunas medidas económicas. El Gráfico A1 señala que para el total de ingresos por servicios no factoriales se ha presentado gran similitud entre las dos clasificaciones durante las dos últimas décadas. Esta similitud no ha sido obstáculo para que al interior de los ingresos totales se presenten marcadas diferencias. En el Gráfico A2 se consigna la información de ingresos por concepto de turismo. Nótese cómo la información de balanza de pagos sugiere una trayectoria mucho más estable para dicho rubro de lo que indica la información de

Gráfico A-1. INGRESOS POR SERVICIOS NO FACTORIALES (US\$ millones)



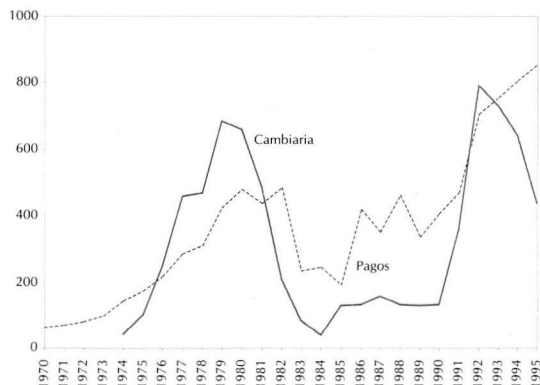
Fuente: Banco de la República.

la balanza cambiaria. En particular, el espectacular aumento de los ingresos por turismo en la balanza cambiaria a principios de los 90 contrasta con un aumento continuo -y más suave- desde 1984 de acuerdo a la balanza de pagos. Asimismo, el marcado declive de los ingresos a partir de 1993 que señala la balanza cambiaria no se vio reflejado de manera alguna en la de pagos.

Este "curioso" comportamiento de los ingresos por turismo en la balanza cambiaria dio pie para que algunos analistas argumentaran que el sector turismo se había convertido en una "lavandería" de dinero. Que esa apreciación sea correcta o errada no puede deducirse de información cambiaria capturada en un sistema cambiario descentralizado, máxime en presencia de mecanismos tributarios que si bien no afectan la actividad turística, evidentemente generan incentivos para que quienes reintegran divisas al sistema cambiario oculten el verdadero origen de las mismas.

En particular, y como se menciona en el texto, a principios de los años 90 se reintrodujo el meca-

Gráfico A-2. INGRESOS POR TURISMO (US\$ millones)



Fuente: Banco de la República.

nismo de los certificados de cambio con descuento para los reintegros por algunos servicios, mecanismo que después, y hasta 1994, se hizo extensivo a todos los reintegros. Temporalmente, los reintegros por "turismo" recibieron un tipo de cambio preferencial en comparación con otros reintegros por servicios. No es de sorprender que dicha situación determinara que en la balanza cambiaria, que es "contable" y no estimada, disminuyeran los reintegros por "otros servicios" y aumentaran los reintegros por "turismo." Cuando el certificado de cambio con descuento fue extendido a los reintegros por "turismo", el incentivo a disfrazar como "turismo" los "otros servicios" desapareció y los reintegros por "turismo" disminuyeron abruptamente, tal y como se puede observar en el Gráfico A2⁵¹.

⁵¹Adicionalmente, la retención a que están sujetas las compras de divisas en efectivo, procedimiento que se describió en el cuerpo del trabajo, no afecta los ingresos por turismo de aquellas personas que, efectivamente, logren acreditar su condición de turista.

BIBLIOGRAFIA

- Cárdenas, M. y L.J. Garay (1993). *Macroeconomía de los Flujos de Capital en Colombia y América Latina*, TM Editores-Fedesarrollo-Fescol.
- Coltabaco (1993). "La crisis de la industria tabacalera", mimeo, agosto.
- Correa, P. (1984). "Determinantes de la cuenta de servicios de la balanza cambiaria", *Ensayos Sobre Política Económica*, no. 6, diciembre.
- del Pinal, J. (1995). "The Hispanic Population", Population Profile of the United States 1995, U.S. Department of Commerce, *Bureau of the Census*, julio.
- Gómez, H.J. y M. Santa María (1994). "La economía subterránea en Colombia", *Gran Enciclopedia Temática de Colombia*, volumen 8, Círculo de Lectores.
- Grosse, R. (1992). "Colombia's Black Market in Foreign Exchange", *World Development*, agosto, 20:1193-1207.
- Gunter, F. (1991). "Colombian Capital Flight", *Journal of Interamerican Studies and World Affairs*, primavera, pgs. 123-47.
- Herrera, S. (1990). "Eficiencia y determinantes del funcionamiento del mercado paralelo de divisas en Colombia", *Ensayos Sobre Política Económica*, junio, 17:39-72.
- Kalmanovitz, S. (1990). "La economía del narcotráfico en Colombia", *Economía Colombiana*, nos. 226-7, febrero-marzo.
- Lora, E., M. Maurer, M.C. Rueda y D. Polanía (1993). "Turismo Año 2.000", Fedesarrollo, marzo.
- Meisel, A. (1990). "Qué tanta subfacturación hay en las cifras de importación de Colombia", *Ensayos Sobre Política Económica*, junio.
- Pellegrino, A. (1989). "Colombian Immigrants in Venezuela", en R. Appleyard (ed.) *The Impact of International Migration on Developing Countries*, OECD, París.
- Rajapatirana, S. (1996). "Evaluating Integration Choices: The Case of Bolivia", mimeo, Banco Mundial, mayo.
- Steiner, R. (1996). "Los Ingresos de Colombia Producto de la Exportación de Drogas Ilícitas", *Coyuntura Económica*, diciembre.
- Steiner, R. y A. Escobar (1995). "Acumulación de Reservas Internacionales: Sus Causas y Efectos en el Caso de Colombia", CEPAL, *Serie Financiamiento del Desarrollo*, no. 30, junio.
- Steiner, R. y C. Fernández (1994). "Evolución y determinantes del contrabando en Colombia", *Coyuntura Económica*, septiembre, pgs. 121-41.
- Thoumi, F. (1994). *Economía Política y Narcotráfico*, Tercer Mundo Editores, Bogotá.
- Urrea, F. (1986). "Evaluación de la Migración Internacional de Colombianos en el Mercado Laboral", mimeo, Universidad del Valle, julio.
- Urrutia, M. (1990). "Análisis costo-beneficio del tráfico de drogas para la economía colombiana", *Coyuntura Económica*, octubre.

El ahorro de los hogares: una revisión para el período 1970-1993¹

Raquel Bernal Salazar²

I. INTRODUCCION

Hay varias razones por las cuales la tasa de ahorro es un tema fundamental, sobre todo cuando se estudian casos de países en desarrollo como Colombia. Entre ellas me parece relevante mencionar la estrecha relación que se ha establecido en la literatura económica entre tasa de ahorro y tasa de crecimiento (ver por ejemplo Edwards(1995), Carroll y Weil (1993) y Sala-i-martin (1995)). Por otra parte, se ha establecido también que la tasa de ahorro se ha convertido en un "amortiguador" de choques de ingreso exógenos cuyo efecto puede ser muy fuerte en economías subdesarrolladas.

A partir de 1991, la tasa de ahorro interno en Colombia experimentó una disminución significativa, pasando de 22.7% a 18.9% en 1994. Este período corresponde precisamente a aquel en el que se impulsaron importantes reformas estructurales en el país en los ámbitos del comercio internacional, la inversión extranjera, el mercado laboral, los mercados financieros y las instituciones del Estado. Por esta razón, muchas de las hipótesis acerca de los factores que podrían explicar la caída del ahorro están relacionadas con estas reformas.

Se ha argumentado que la reducción en los precios relativos de los bienes de consumo durable generada por la apertura económica y reforzada por la reciente revaluación de la moneda, facilitó un incremento en la demanda de este tipo de bienes. En efecto, entre 1991 y 1993 el consumo de bienes durables se incrementó en cerca de un punto del PIB y se localizó en el nivel más alto desde 1970. Dos hechos adicionales podrían haber facilitado un mayor crecimiento del consumo. Por un lado, la reducción

¹ Artículo publicable presentado como requisito para obtener el grado de maestría en economía en la Universidad de los Andes.

² Quiero agradecer la valiosa ayuda a mi asesora, Olga Lucía Acosta, y de Fabio Sánchez, quienes dedicaron buena parte de su tiempo para que este trabajo fuera posible; y así mismo la colaboración de Martha Misas, Norberto Rodríguez y Jorge Valencia.

en las restricciones de liquidez asociada a la reforma financiera y a la entrada masiva de capitales, y por otro, el incremento del ingreso disponible ocasionado por el desmonte de la retroactividad de las cesantías a raíz de las reformas recientes del régimen laboral, así como a planes de retiro incentivados con primas de indemnización. Sin duda, estos hechos aumentaron la capacidad de consumo de los trabajadores. Adicionalmente, el panorama de bonanza petrolera pudo incrementar las expectativas de los agentes sobre su nivel de ingreso futuro y, por lo tanto, causar una anticipación de gastos.

El presente trabajo explora algunas posibles causas de la caída en el ahorro interno, y centra el análisis en el comportamiento de los hogares. El objetivo principal es determinar en qué medida el mayor acceso al crédito asociado a la reforma financiera y la masiva entrada de capitales que incrementó la disponibilidad de recursos, propició un crecimiento en el consumo y, por lo tanto una disminución en el ahorro de los hogares. De hecho, estudios recientes han asociado el proceso de liberalización financiera emprendido en 1974 con la tendencia decreciente de largo plazo de la tasa de ahorro de los hogares (López, 1996). En particular, estamos interesados en entender la incidencia de la aceleración de este proceso a partir de las reformas de 1991 sobre el comportamiento ahorrador de los hogares.

El primer capítulo contiene una breve revisión de las conclusiones establecidas en trabajos recientes respecto a la caída del ahorro interno a partir de 1991. El segundo capítulo describe las tendencias recientes del ahorro y la inversión en Colombia, tanto a nivel agregado como a nivel de los hogares. Adicionalmente, presenta un análisis del comportamiento financiero de los

hogares en Colombia a la luz de un esquema de fuentes y usos de recursos. El tercer capítulo estudia la relación entre el mayor acceso al crédito y el comportamiento del consumo y el ahorro de los hogares; para ello se utiliza un modelo en el cual las decisiones de ahorro, consumo y endeudamiento se toman simultáneamente tal como lo establece la literatura económica convencional. La parte inicial del tercer capítulo introduce la argumentación teórica que da sustento al modelo describiendo algunas teorías de consumo y varios desarrollos sobre las aplicaciones de la teoría de las restricciones de liquidez. La última parte del estudio está dedicada a las conclusiones.

II. LITERATURA RECIENTE SOBRE EL COMPORTAMIENTO DE LA TASA DE AHORRO EN COLOMBIA

Varios trabajos recientes han analizado la disminución de la tasa de ahorro privado en Colombia, dado que ésta pasó de 12.12% del PIB en 1991 a 8.6% en 1994. Algunos de los resultados se reseñan brevemente en esta sección.

Gran parte de las explicaciones atribuidas al comportamiento de la tasa de ahorro interno en Colombia a partir de 1991 se han basado en teorías de consumo de los hogares. Algunas de ellas están relacionadas con la revaloración del ingreso permanente como consecuencia de la bonanza petrolera, el proceso de liberalización financiera y un aumento en el coeficiente de compensación de ahorro privado a ahorro público. Por otra parte, se ha mencionado también que la apertura comercial causó un proceso de ajuste de inventarios, en particular de bienes importados, que pudo haber influido en el comportamiento del ahorro interno (ver por ejemplo López (1995), Calderón (1995)).

Urrutia (1995) atribuye la caída de la tasa de ahorro interno a tres razones fundamentales: el primer factor que establece es la relajación de las restricciones de liquidez, es decir, el ahorro disminuyó dada la mayor facilidad de los hogares para endeudarse. Factores tanto externos como internos facilitaron dicha relajación; entre los primeros se destacan la caída en la tasa de interés de corto plazo en Estados Unidos, el período crítico que enfrenta la economía de dicho país y el cambio de regulación del mercado de capitales en algunos países industrializados a partir de 1990. Como factores internos, se nombran el incremento de la oferta monetaria, las reformas del mercado laboral, el régimen cambiario y el comercio exterior y, por último, la liberalización financiera.

Un segundo factor que establece Urrutia para explicar la disminución del ahorro es la inflación de activos. Al iniciar la década de los 90, se observó un incremento en el precio de acciones y vivienda residencial probablemente propiciado por la política monetaria implementada con el propósito de detener la entrada de capitales al país. Este hecho se constituyó en un estímulo al consumo y por lo tanto en una caída del ahorro que probablemente fue incentivada por la liberalización financiera, en la medida en que los hogares podrían incrementar su consumo a través de créditos en el mercado hipotecario.

Por último, Urrutia menciona que la generación de ahorro público a través del incremento de impuestos pudo haber agravado la caída del ahorro privado. En conclusión, tanto la política monetaria como la fiscal pueden haber sido responsables del comportamiento reciente de la tasa de *ahorro*. Por un lado, la política monetaria estimuló la caída en las tasas de interés, por lo cual pudo causar una reducción en las restricciones

de liquidez y generar inflación de activos. Por otra parte, la política fiscal podría haber contribuido a la caída del ahorro privado *si generó ahorro público mediante un incremento de los impuestos*. En ese orden de ideas, se establecen algunos posibles mecanismos para corregir este fenómeno. Entre ellos se mencionan: una acertada política fiscal, una estricta política monetaria, restricciones del crédito y un mayor crecimiento económico.

Por otra parte, algunos autores han evidenciado que el problema del ahorro debe ser analizado desde una perspectiva totalmente diferente. Aunque es importante para ellos analizar particularmente el de los hogares a partir de teorías de consumo, atribuyen el problema del ahorro a partir de 1990 a un fenómeno relacionado casi exclusivamente a las empresas.

López (1996) establece con base en algunos cálculos presentados en el Cuadro 1 que la caída del ahorro privado a partir de 1990 está explicada por dos factores fundamentales: 1) una extensión de la caída de largo plazo presentada por la tasa de ahorro de los hogares prácticamente desde la segunda mitad de los 70s; y 2) la abrupta caída del ahorro de las empresas después de un aumento significativo en el quinquenio anterior. La tasa de ahorro de las empresas pasó de 6.15% del PIB en 1990 a 3.0% en 1991. En este año, el efecto total sobre la tasa de ahorro privado fue contrarrestado por un inusual incremento de 2.5% del PIB del ahorro de los hogares. En 1992, el colapso de la tasa de ahorro de las empresas sí se reflejó en la tasa de ahorro privado.

Por estas razones, López (1996) propone que el tratamiento del tema del ahorro debe ser diferente en la medida en que la caída de la tasa de ahorro de los hogares es tan sólo la extensión de un

**Cuadro 1. TASAS DE AHORRO PRIVADO
(Promedios)**

	Ahorro privado	Ahorro de empresas	Ahorro de hogares
1970-1974	13.0	4.9	8.1
1975-1979	13.5	5.2	8.8
1980-1984	13.6	5.2	8.4
1985-1989	14.0	6.7	7.3
1990-1994	10.4	4.2	6.9

Fuente: López, A. Savings and Structural Reforms in Colombia in the 1990s: Basis for New Quantitative Work. Enero 1996.

fenómeno de largo plazo que se ha presentado desde finales de los 70s. Por otra parte, insiste en que se ha hecho poco énfasis en la gravedad del colapso de la tasa de ahorro de las empresas, lo cual sí parece ser un comportamiento reciente.

López establece ciertas hipótesis para explicar este tipo de comportamientos desde un plano puramente cualitativo. Primero se refiere al lento y muchas veces interrumpido proceso de liberalización financiera como el principal causante de la tendencia decreciente de largo plazo de la tasa de ahorro de los hogares. Segundo, expone que es probable que el colapso de la tasa de ahorro de las empresas en los 90s se deba básicamente al aumento de la carga tributaria, en especial si se tiene en cuenta que se llevó a cabo en un período en el cual la industria colombiana requería de medidas orientadas a incrementar su competitividad dado el contexto de liberalización financiera.

De manera similar, Sánchez, Murcia y Oliva (1996) analizan los principales determinantes de la caída del ahorro interno, pero centrando el

análisis en el comportamiento de las empresas. Establecen que la disminución del ahorro de las empresas se debió casi en su totalidad al comportamiento de las empresas del sector privado y no al de empresas públicas.

Las conclusiones, sin embargo, no están relacionadas con la carga tributaria como se expone en el artículo de López. Los autores establecen que el relajamiento de ciertas restricciones al endeudamiento externo relativamente barato y la competencia extranjera propiciada por la apertura económica generaron cambios radicales en el comportamiento de los agentes colombianos, en particular, de las empresas. El comportamiento de las firmas para el período de análisis evidencia el hecho de que se sustituyó el ahorro interno por crédito externo de una manera significativa, aunque gran parte de la inversión siguió financiándose a través del crédito interno. Sin embargo, las empresas pequeñas siguieron financiándose en mayor grado (aunque en menor proporción que en el período anterior) con ahorro interno a pesar del relajamiento de las condiciones de acceso al crédito. Finalmente, los autores establecen que este comportamiento fue una respuesta a la expansión del crédito interno, consecuencia de las reformas estructurales del país a partir de 1991, más que a una reacción a la apertura financiera *per se*.

Un trabajo reciente de López, Gómez y Rodríguez (1996) analiza el problema de la caída en la tasa de ahorro partiendo de la construcción de unas series de ahorro e inversión que empalman la serie del 50-69 construida por el Banco de la República con la del período 70-93 elaborada por el DANE. Adicionalmente este trabajo corrige las cifras de ahorro por un factor que tiene en cuenta las ganancias de capital generadas por las revaluaciones de activos y pasivos causadas

por un lado, por la inflación, y, por otro, por las variaciones de la tasa de cambio real.

Como conclusiones, estos autores establecen que la caída del ahorro privado entre 1989 y 1993 tiene como origen la caída permanente del ingreso disponible, que se observa casi desde 1950. La razón por la cual este descenso no se había reflejado en la tasa de ahorro se debe a que el consumo había seguido una trayectoria bastante similar a la del ingreso disponible e incluso presentó períodos de disminuciones más dramáticas. Sin embargo, a partir de 1987, el consumo dejó de presentar esta tendencia e inclusive exhibe una tendencia fuertemente creciente a partir de los 90.

Los resultados de este trabajo indican que el incremento en los impuestos explica aproximadamente el 80% de la caída del ingreso disponible desde 1983; por esta razón, la política tributaria parece haber sido causante en gran medida de la disminución en la tasa de ahorro. En años anteriores, esta situación no se había reflejado en el ahorro doméstico debido a que los ingresos crecientes del gobierno constituían un incremento equivalente en el ahorro público. Sin embargo, este comportamiento respecto a la política fiscal cambió a partir de la década del noventa, por lo cual la mayor carga fiscal se reflejó no sólo en la tasa de ahorro privado sino también en la de ahorro interno.

Finalmente, López, Misas y Oliveros (Mayo, 1996) establecen algunos determinantes del consumo partiendo de la hipótesis del ingreso permanente con el objetivo de entender el boom de consumo experimentado en los años 90 y el descenso en la tasa de ahorro privado. Los resultados indican que el incremento del ingreso en los últimos años puede explicar gran parte del aumento en consumo. Adicionalmente, encuen-

tran que la tasa de interés real tiene un gran efecto sobre el consumo. De hecho, en el largo plazo una disminución de 1 punto en la tasa de interés real implica un incremento en el consumo real per cápita entre 0.6% y 1%. Estos resultados no son compatibles con la evidencia presentada por trabajos tanto a nivel nacional como internacional. Por otra parte, encuentran que el impacto de la liberalización financiera sobre el crecimiento del gasto en consumo en el corto plazo es muy débil, resultado contrario a lo que se encuentra en este trabajo, como se verá más adelante.

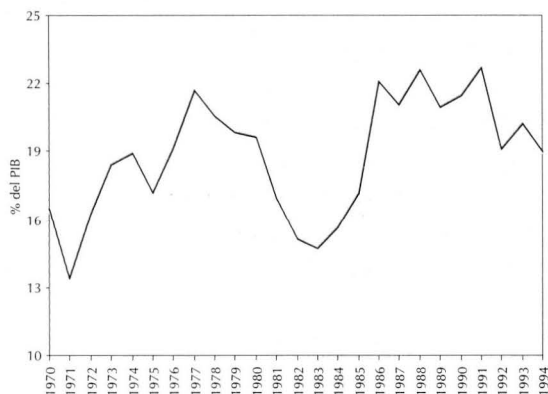
En el siguiente capítulo se hace una breve descripción de las tendencias recientes del ahorro y la inversión en Colombia. En primera instancia se hace a nivel agregado, para posteriormente hacer un análisis del desempeño a nivel de hogares. Esta descripción permite observar el comportamiento de los distintos factores que han explicado la reciente caída del ahorro.

III. EL COMPORTAMIENTO DEL AHORRO EN COLOMBIA

A. Revisión de la evolución reciente del ahorro y la inversión en Colombia

La tasa de ahorro interno en Colombia ha experimentado una fuerte disminución a partir de 1991, tal como lo evidencian las cifras del Dane que se presentan en el Gráfico 1. Dicha tasa disminuyó de 22.7% del PIB en 1991 a 18.9% en 1994. Este período corresponde precisamente a aquel en el que se llevaron a cabo importantes reformas estructurales en el país, en los campos del comercio internacional, la inversión extranjera, el mercado laboral, los mercados financieros y las instituciones del Estado. Por esta razón, muchas de las explicaciones que se atribuyen a la caída reciente del ahorro están relacionadas

Gráfico 1. AHORRO EN COLOMBIA



Fuente: Cuentas Nacionales, Dane.

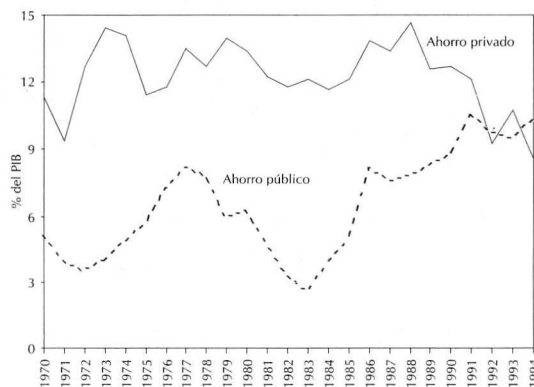
con estas reformas, principalmente con la apertura comercial y financiera.

Es interesante observar que gran parte de la disminución de la tasa de ahorro es atribuible a la caída del ahorro privado, dado que el ahorro público se ha mantenido prácticamente constante como proporción del PIB y no se ha hecho un esfuerzo contundente por incrementar esta tasa (ver Gráfico 2). Mientras que la tasa de ahorro privado pasó de 12.12% en 1991 a 8.6% en 1994, la tasa de ahorro público sólo disminuyó de 10.6% en 1991 a 10.3% en 1994. Inclusive, si se observa el Gráfico 2, el ahorro privado presenta una clara tendencia decreciente a partir de 1988, mientras que el ahorro público exhibe un comportamiento creciente en el período 88-91. Este comportamiento causó que el ahorro privado pasará de ser el 69.9% del ahorro interno en promedio para el período 70-89 a 52.0% en promedio durante el período comprendido entre 1991 y 1994. De hecho para 1994, el ahorro privado corresponde al 45.4% del ahorro interno, mientras que el ahorro público representa un 54.6%.

El Gráfico 3 muestra que la tasa de inversión se recuperó desde 1991, a pesar de la aparente reducción de sus fuentes internas de financiamiento. Este hecho permite inferir que la reducción de ahorro interno fue compensada casi en su totalidad por ahorro externo, dado que éste pasó de -6.7% del PIB en 1991 a 1.6% en 1993.

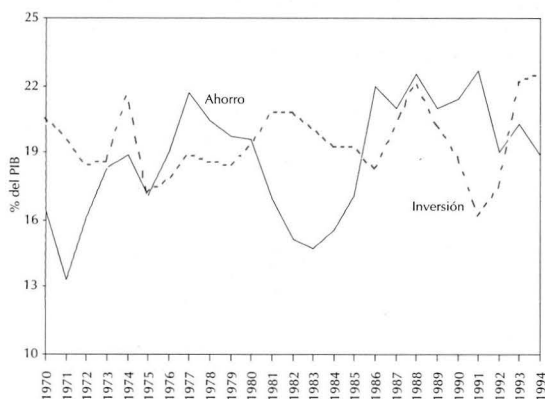
El Gráfico 4 muestra que la disminución en la tasa de ahorro privado está explicada tanto por la caída del ahorro de los hogares como por el colapso del ahorro de las empresas, revertiendo así una tendencia de aumento significativo durante la segunda mitad de los años 80. El ahorro de las empresas presentó su comportamiento más alto en 1988, cuando registró una tasa de 7.05% del PIB; en los años posteriores mostró un comportamiento similar, para caer abruptamente en 1991 a 3.0% del PIB. El colapso en este año no se vió reflejado completamente en la tasa de ahorro privado debido a que el ahorro de los hogares presentó en este año su incremento más significativo en 25 años, al pasar de 6.5% del PIB en 1990 a 9.13% en 1991. Como consecuencia de estos comportamientos, la tasa

Gráfico 2. AHORRO PUBLICO Y PRIVADO



Fuente: Cuentas Nacionales, Dane.

Gráfico 3. AHORRO E INVERSION



Fuente: Cuentas Nacionales, Dane.

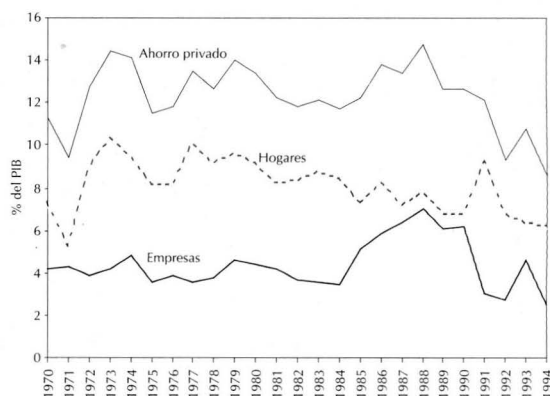
de ahorro privado solamente disminuyó 0.6 puntos del PIB, al pasar de 12.7% en 1990 a 12.1% en 1991.

En 1992, tanto la caída del ahorro de los hogares como de las empresas se reflejó en el ahorro privado localizándose en 9.26% del PIB, el nivel más bajo desde 1971. En 1994, la tasa de ahorro de los hogares descendió hasta 6.1% del PIB y la tasa de ahorro de las empresas a 2.48% del PIB.

Al observar el Gráfico 4 se puede apreciar que la tasa de ahorro de los hogares exhibe una tendencia de descenso a largo plazo que comienza aproximadamente desde la segunda mitad de los años 70, a excepción de 1991, cuando registró un dramático incremento.

Al analizar el crecimiento del consumo real y el ingreso disponible real que se muestra en el Gráfico 5, es claro que este aumento en el ahorro de los hogares en 1991 refleja una tasa de crecimiento creciente del ingreso disponible y una decreciente del consumo. A partir de 1991, ambas tasas presentan una recuperación, después

Gráfico 4. AHORRO PRIVADO

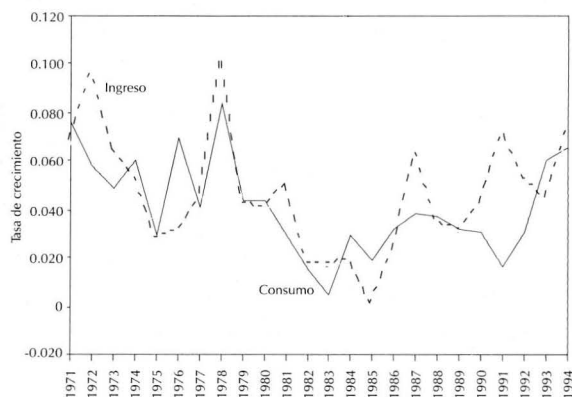


Fuente: Cuentas Nacionales, Dane.

de una tendencia decreciente de largo plazo durante los años 80.

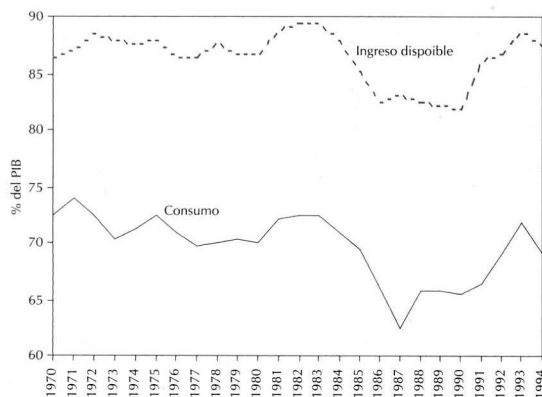
El Gráfico 6 muestra de manera más clara que el período reciente de deterioro de la tasa de ahorro está relacionado con una recuperación del consumo de los hogares frente a los bajos niveles que había exhibido en buena parte de la década de los 80. Después de perder 6.9 puntos del PIB

Gráfico 5. CRECIMIENTO DEL CONSUMO REAL Y EL INGRESO DISPONIBLE REAL



Fuente: Cuentas Nacionales, Dane.

Gráfico 6. INGRESO Y CONSUMO DE LOS HOGARES

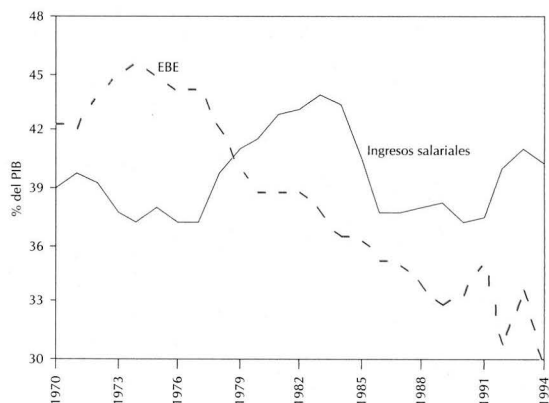


Fuente: Cuentas Nacionales, Dane.

desde 1982 hasta 1990, el consumo se incrementó 5.7% del PIB, pasando de 65.6% del PIB en 1990 a 71.73% en 1993. Vale la pena resaltar también, que el consumo ha conservado la misma tendencia que el ingreso disponible durante todo el período de análisis.

Al analizar el ingreso disponible por componentes en los Gráficos 7A y 7B, podemos ver que el incremento de 3.48 puntos en el ingreso disponible en 1991 se debe principalmente a dos razones: la primera, al incremento de 1.96 puntos del PIB en el excedente bruto de explotación (EBE), después de un largo período de descenso, y la segunda, a un incremento significativo de las transferencias netas (1.56% del PIB) relacionadas, probablemente con la amnistía fiscal otorgada a los capitales que se mantenían en el exterior. Adicionalmente vale la pena mencionar que los períodos de descenso de la tasa de ahorro, es decir, 1978-1993 y 1991-1994 (ver Gráfico 1) están asociados con incrementos significativos de los ingresos salariales, como puede observarse

Gráfico 7A. COMPONENTES DEL INGRESO DISPONIBLE



Fuente: Dane.

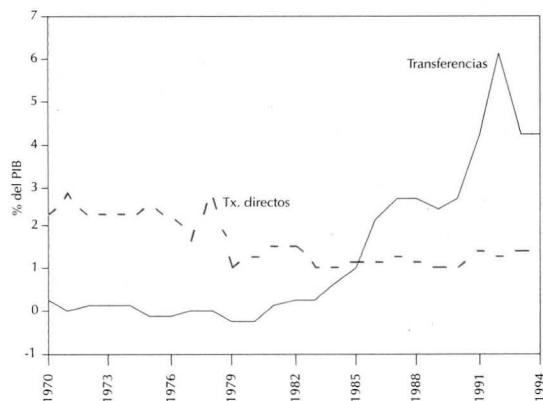
en el Gráfico 7A. Entre 1991 y 1994, este rubro presentó un incremento de 2.7 puntos del PIB.

Sin embargo, en 1991 los ingresos salariales no habían comenzado a aumentar. Por esta razón, no se puede relacionar el incremento del ahorro de los hogares en dicho año con las reformas laborales iniciadas con la Ley 50 que pudieron haber representado un incremento inesperado en el ingreso de los hogares.

Se han establecido otras razones para explicar este comportamiento, relacionadas con las medidas de represión financiera que se aplicaron en este año como la imposición de un requerimiento de encaje de 100% sobre los depósitos, y que reversaron momentáneamente el proceso de liberalización financiera que se había iniciado desde el segundo quinquenio de los años 70.

El Gráfico 8 muestra el comportamiento de la inversión y el endeudamiento de largo plazo de los hogares. Este endeudamiento corresponde a los préstamos otorgados a los hogares en el

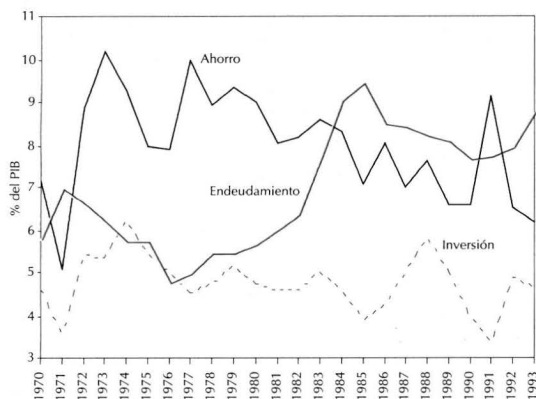
Gráfico 7B. COMPONENTES DEL INGRESO DISPONIBLE



Fuente: Dane.

territorio nacional para compra de vivienda por el Banco Central Hipotecario, las corporaciones de ahorro y vivienda (CAVs) y el Instituto de Crédito Territorial (ICT), hoy INURBE. Este tipo de operaciones muestra una tendencia claramente creciente para todo el período de análisis, exhibiendo su nivel más alto en 1985. De 7.61%

Gráfico 8. INVERSION Y ENDEUDAMIENTO DE LARGO PLAZO DE LOS HOGARES



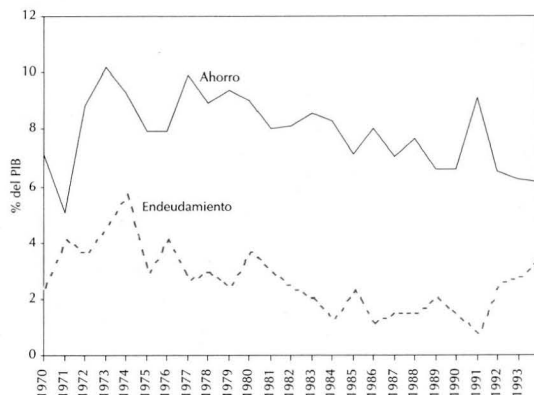
Fuente: Dane y cuentas financieras.

del PIB en 1990, los préstamos de largo plazo a hogares pasaron a 8.70% en 1993. Parece ser que estas operaciones permitieron que la inversión de los hogares se mantuviera relativamente constante en el período 91-93, dada la escasez de recursos internos (ahorro) para su financiamiento.

Por otra parte, el Gráfico 9 muestra el endeudamiento de corto plazo que comprende las variaciones netas de los préstamos de corto plazo y los créditos comerciales otorgados a los hogares. Esta información está contenida en las cuentas financieras del Banco de la República. Como se puede apreciar, el período 91-94 exhibe un incremento significativo de este tipo de financiación y está asociado al período de incremento en el consumo de los hogares.

En conclusión, el descenso de largo plazo de la tasa de ahorro de los hogares está asociado con el período en el cual se llevó a cabo un proceso de liberalización financiera en Colombia. Aún más, el incremento del ahorro en 1991 ha sido asociado con medidas de represión financiera

Gráfico 9. ENDEUDAMIENTO DE CORTO PLAZO DE LOS HOGARES



Fuente: Dane y cuentas financieras.

aplicadas en ese año, como ya se ha hecho notar, y su descenso a partir de este año está relacionado con un incremento en el endeudamiento de los hogares (Gráfico 8) facilitado por las reformas financieras. Estos hechos, por lo tanto, hacen pensar que el comportamiento de largo plazo del ahorro de los hogares pueda estar determinado en gran medida por el proceso de liberalización financiera, del cual hacen parte las reformas de 1990. Por este motivo, este trabajo evalúa la relación entre el acceso al crédito y el comportamiento del ahorro de los hogares, con el fin de determinar si estos hechos explican la caída de la tasa de ahorro en Colombia.

Con este objetivo en mente, a continuación se lleva a cabo una descripción de los principales cambios en el comportamiento financiero de los agentes en Colombia, en especial de los hogares, a raíz del proceso de profundización financiera acelerado con las reformas de 1990. Este análisis hace uso de un esquema de fuentes y usos de los recursos tanto de hogares como de empresas. Los principales resultados se establecen en la siguiente sección.

B. Análisis de fuentes y usos de los recursos de los hogares

Dado que es un objetivo fundamental de este trabajo evaluar si el endeudamiento de los hogares puede considerarse como un determinante del ahorro, un esquema de fuentes y usos parece una herramienta adecuada para analizar la importancia relativa del ahorro propio y del endeudamiento en el financiamiento de las transacciones de los hogares. La cuenta de capital (ahorro-inversión) y las cuentas financieras³ para cada agente, pueden integrarse para construir un esquema de fuentes y usos que permite visualizar el origen de los recursos (ahorro o financiación) y la destinación de los

mismos (inversión fija o colocación financiera). Adicionalmente, es un análisis interesante dado que permite relacionar el ahorro macroeconómico con el ahorro financiero.

El Cuadro 2 muestra el comportamiento financiero de los hogares en el período 70-74 hasta 90-94 durante el cual se observa un deterioro de las fuentes internas (ahorro) de los hogares de aproximadamente 1.1 puntos del PIB. Adicionalmente, la financiación externa proveniente de recursos de crédito o de emisión de títulos o de acciones muestra una recuperación de 2.2 puntos del PIB en el período 90-94 respecto al período justamente anterior, después de una tendencia negativa de largo plazo, iniciada desde el período 70-74 y que corresponde a una reducción de la financiación externa de aproximadamente 2.6 puntos del PIB hasta el período 85-89. En otras palabras, parece haberse revertido en el último período de análisis la tendencia al paulatino desendeudamiento de los agentes que se venía presentando en períodos anteriores.

Este incremento en el endeudamiento de los hogares podría estar relacionado con los cambios en el mercado financiero colombiano, que estuvo cerrado y ampliamente demandado durante años, y en el cual pocos tenían acceso al crédito.

El objetivo principal de la reforma al sector financiero fue estimular la canalización de ahorro hacia el sistema financiero y por lo tanto, la

³ Las cuentas financieras, elaboradas por el Banco de la República, son un instrumento que permite analizar los mecanismos para realizar la transferencia del ahorro a la inversión. Estos datos proveen información acerca de los cambios en las posiciones activas y pasivas de los agentes, y por tanto, permiten analizar las transferencias de los excedentes de agentes superavitarios a agentes deficitarios.

Cuadro 2. FUENTES Y USOS DE RECURSOS DE LOS HOGARES

	1970-1974	1975-1979	1980-1984	1985-1989	1990-1994
Recursos	13.92	13.10	12.56	10.59	12.28
Internos	8.11	8.84	8.22	7.35	6.88
Ahorro bruto	8.09	8.83	8.41	7.27	6.86
Transferencias netas + reservas ^a	0.02	0.01	-0.19	0.09	0.01
Externos	5.81	4.26	4.33	3.24	5.41
Títulos y otros	0.00	0.00	0.02	0.00	0.00
Financiación	5.81	4.26	4.31	3.24	5.41
Aplicaciones	13.99	13.38	12.51	10.28	12.16
Inversión fija	5.02	4.95	4.70	4.79	4.41
FIBKF+Var. Exist.	5.21	5.12	4.97	5.02	4.91
Otros activos ^b	-0.18	-0.17	-0.26	-0.23	-0.49
Colocaciones financieras	8.96	8.42	7.80	5.49	7.75
Medios de pago	1.32	1.77	1.13	0.94	1.07
Colocación	3.55	2.92	3.76	2.60	5.19
Derechos de acreedores ^c	31.47	1.76	2.68	1.78	4.65
Derechos de propietario ^d	42.08	1.16	1.09	0.82	0.54
Financiación	3.05	2.53	1.80	0.95	0.61
Reservas de seguros vida y cesantías	1.04	1.20	1.10	1.01	0.88
Discrepancia estadística	-0.06	-0.28	0.05	0.31	0.13

^a Transferencias netas de capital y cuentas por pagar o recibir

^b Tierras, terrenos y otros activos

^c Depósitos y títulos

^d Acciones y otras formas de propiedad

Fuente: Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas, Cuentas Financieras.

capacidad del sector para financiar actividades productivas⁴. Con esa meta se estableció la estrategia iniciada con la Ley 45 de 1990 que buscó promover la transición de un esquema de banca especializada hacia uno de banca de filiales, con el propósito de mejorar la eficiencia del sistema. Esta norma dio también pautas para la introducción de nuevos productos e innovaciones en el proceso de intermediación, con el objetivo de lograr una mayor profundización financiera tanto en crecimiento como en desarrollo competitivo. Con el mismo propósito, se eliminaron las restricciones a la inversión ex-

tranjera, se crearon disposiciones orientadas a evitar prácticas oligopólicas y se establecieron requerimientos mínimos de capitalización y

⁴ Una de las justificaciones para implementar la liberalización financiera en un gran número de países en desarrollo establece que ésta se constituye en un recurso importante para restablecer la estabilidad y el crecimiento. El soporte de esta doctrina es la teoría de la "represión financiera" desarrollada por McKinnon(1973) y Shaw(1973). La hipótesis principal establece que un mayor volumen de actividad y activos financieros está generalmente asociada con niveles de ahorro, inversión y producción más altos, es decir, la profundización financiera es conveniente para el crecimiento.

solvencia. Por otra parte, la Ley 35 de 1993 estableció las condiciones de intervención estatal que facilitan el libre funcionamiento de los mercados financieros. Adicionalmente, en el período comprendido entre 1990 y 1994 se llevó a cabo una simplificación significativa del régimen de inversiones forzosas y encajes.

Dos factores adicionales han sido determinantes en el proceso de profundización financiera: las reformas cambiaria y laboral. Por un lado, la apertura de un mercado de intermediación cambiaria, y por otro, las posibilidades de administrar los recursos de pensiones y cesantías han expandido la gama de negocios de las entidades financieras existentes y han permitido la creación de un número significativo de nuevos agentes. Como resultado de las reformas, el período 1990 a 1995 se caracterizó por un incremento significativo en M2, que es la medida más generalizada de profundización financiera; al pasar éste de 22.7% del PIB en 1990 a 39.6% en 1995. Esta medida indica un desarrollo del proceso de intermediación financiera, lo cual ha sido frecuentemente relacionado en la literatura con crecimiento económico⁵.

Por otro lado, gran parte de los clientes tradicionales de los bancos (unos pocos clientes privilegiados que tenían acceso fácil al crédito) tendieron a desaparecer debido al repatriamiento de capitales que les permitió comenzar a autofinanciarse. Este fue generado, por un lado, por la disminución significativa de la rentabilidad de los activos financieros en el exterior y el alto costo del crédito doméstico y, por otro, por la

amnistía patrimonial otorgada hasta mediados de 1992. Adicionalmente, como complemento a la política de apertura emprendida en 1991, se autorizó el endeudamiento en moneda extranjera a más de un año.

Estas medidas indujeron, profundas transformaciones en los intermediarios financieros, que se vieron en la necesidad de buscar nuevos clientes con el objetivo de colocar los recursos que quedaban ociosos con la desaparición de los clientes tradicionales. Es así como, nichos del mercado que habían estado insuficientemente atendidos por los bancos y corporaciones, cobraron gran importancia para el sector financiero.

Por otra parte, al observar el cuadro 2 de nuevo observamos que las aplicaciones realizadas por los hogares con sus fondos de ahorro y crédito durante el último período analizado se recuperaron en 1.88% del PIB respecto al período justamente anterior, reversándose así una tendencia negativa que venía presentándose desde el período 70-74.

Este comportamiento se debe en gran parte al incremento considerable de colocaciones financieras de los hogares en el período 90-93, respecto al período 85-89, equivalente a 2.26 puntos del PIB. La categoría de derechos de acreedores presentó un aumento significativo en el último período de 2.87 puntos del PIB, respecto al período anterior. Con el objetivo de analizar la evolución de la colocación de este tipo de derechos, el Cuadro 3 muestra la composición de los mismos en depósitos (que incluyen depósitos de ahorro tradicional, depósitos en CAVs y otro tipo de depósitos), CDTs y títulos de corto y largo plazo.

⁵ Misión de Estudios del Mercado de Capitales. Ministerio de Hacienda-Banco Mundial-Fedesarrollo. Mayo 1996. pg. 25.

Cuadro 3. PRINCIPALES FORMAS DE COLOCACION DE HOGARES

	1970-1974	1975-1979	1980-1984	1985-1989	1990-1994
Depósitos	1.02	1.37	1.36	1.20	2.82
CDTs	0.12	0.43	1.31	0.72	1.53
Títulos de corto plazo	-0.00	0.04	0.03	-0.27	0.11
Títulos y bonos de largo plazo	0.34	-0.07	-0.01	0.13	0.20
Total	1.47	1.76	2.68	1.78	4.65

Fuente: Cuentas Financieras del Banco de la República. Datos en % del PIB.

Los depósitos de ahorro tradicional y cuentas de CAVs constituyen la principal forma de colocación financiera de los hogares. Como se aprecia en el Cuadro 3, este rubro presentó un incremento de 1.62 puntos del PIB en 1990-94 respecto al período anterior y exhibió su comportamiento más alto para todo el período de análisis.

De manera similar, las colocaciones en CDTs y títulos de corto plazo muestran un incremento de 0.8% y 0.3% del PIB, respectivamente, en relación al período anterior y, en ambos casos 1990-94 es el período en que este tipo de colocaciones registró el nivel más alto desde 1970. Inclusive, en el caso de títulos de corto plazo se pasó de una reducción en la colocación de -0.270 puntos del PIB en el período 85-89 al nivel más alto de todo el período de análisis de 0.11% del PIB.

Por su parte, la inversión de los hogares en activos fijos (vivienda) alcanza un nivel de 4.9% del PIB, en el período 90-94. Este dato parece extraño en la medida en que no está reflejando el boom que exhibió la construcción durante este período. Por este motivo, resulta útil mostrar la evolución de este rubro, año por año, para dicho período con el objetivo de analizar con más cuidado su comportamiento.

Como puede observarse en el Cuadro 4, la inversión de los hogares sí exhibe una tendencia creciente en el período 90-94. De hecho, en 1994 se sitúa en un nivel de 5.4 puntos del PIB, sólo comparable con aquellos niveles alcanzados en el período 70-74.

Por otra parte, la inversión en acciones (derechos de propietario) registra un deterioro a lo largo de todo el período hasta localizarse en un nivel de 0.5 puntos del PIB en el período 90-94. Adicionalmente, la colocación de recursos de los hogares en operaciones de financiación registra un retroceso a lo largo de todo el período, pasando de 3.1 puntos del PIB en promedio en el período 70-74 a 0.61 puntos del PIB en los últimos años. Este hecho puede deberse a una contracción del ahorro informal, ya que la creación de nuevas formas de ahorro como los sistemas cooperativos pueden haber incentivando a los agentes a mantener su liquidez en el sistema financiero formal.

Cuadro 4. EVOLUCION DE LA INVERSION

FIBKF + Variación Existencias	
1990	4.57
1991	4.04
1992	5.26
1993	5.32
1994	5.40

Los flujos de recursos destinados a seguros y cesantías, que habían presentado un nivel regular, equivalente a 1% del PIB, cayeron en el período 90-94, situándose en 0.9 puntos del PIB. Esta disminución puede haber sido causada por el desmonte de la retroactividad de las cesantías. Los hogares recibieron cantidades significativas de dinero, como bonificación por el cambio del régimen laboral antiguo al nuevo. En particular, dos factores pudieron haber afectado la disponibilidad temporal de ingresos de los hogares: 1) Los planes de retiro del sector público, cuyo costo fue de 0.34% del PIB en 1993 y 0.15% en 1994⁶, y 2) la Ley 50 a través del desmonte de la retroactividad de las cesantías.

En conclusión, estos datos indican que los hogares llevaron a cabo una relocalización de recursos durante el período 90-94. Por un lado, liquidaron gran parte de su tenencia en acciones, otras formas de financiación y cesantías para llevar a cabo operaciones vía derechos de acreedores, en especial, varias formas de depósitos e inversiones en certificados de depósito a término. Los hogares parecían estar más interesados en buscar rendimientos de corto plazo a través de CDTs o títulos de corto plazo (títulos del Banco de la República). Este hecho parece ser contrario a los resultados esperados con la transformación del sector financiero. La evolución del mercado de capitales en Colombia durante los últimos 30 años había causado que fuera más rentable invertir en papeles de renta fija que en papeles de rentabilidad variable. Con los cambios introducidos se esperaba un cambio en el portafolio de los inversionistas hacia las inversiones de propiedad raíz o el sector productivo. Sin embargo, parece ser que los intentos por motivar la

colocación de recursos a largo plazo con el objetivo de incentivar la inversión en el país no han tenido resultados significativos.

Es importante resaltar adicionalmente, que a pesar de que el ahorro agregado presenta una tendencia decreciente, el ahorro financiero crece durante el período 90-94. Este hecho se debe principalmente a las reformas introducidas a partir de 1991 entre las que se incluye la financiera. Entre otras cosas, los cambios en los sistemas de pensiones y cesantías, los cambios de portafolio, y una tendencia de los agentes a manejar un nivel más bajo de efectivo han generado un incremento en el ahorro financiero tal como lo evidencian las cifras aquí presentadas.

A pesar de que el desempeño de las empresas no es el objetivo principal de este trabajo⁷, a continuación se muestran los principales resultados del análisis de su esquema de fuentes y usos dado que su ahorro también hace parte del ahorro privado, y el análisis de la caída de este agregado es de vital importancia. La agrupación de hogares y empresas privadas se justifica en la medida en que finalmente son los hogares los propietarios de las empresas. En consecuencia, los beneficios retenidos o distribuidos son un próximo sustituto del ahorro de los hogares.

Como se observa en el cuadro 5, la contribución de los recursos internos (ahorro bruto, transferencias y reservas) dentro de los recursos de las empresas presentaron una caída de 2.06 puntos del PIB en el último período respecto al período 85-90, en el cual se había evidenciado una recuperación frente a los primeros años de

⁶ Informe de la comisión del Gasto Público.

⁷ Para un análisis detenido del ahorro empresarial, ver Sánchez, Murcia y Oliva (1996).

la década durante los cuales los recursos internos representaban aproximadamente 4.0% del PIB. Este fortalecimiento durante la segunda mitad de los años 80 había sido posible gracias a la recuperación de las ganancias y al proceso de endeudamiento que se manifestó en una mayor solvencia de las empresas.

Por otra parte, y como era de esperarse, los recursos externos que habían reducido su participación en la financiación de las empresas durante

el período 85-90, muestran un incremento sustancial en el período 90-93 aumentando 2.76 puntos del PIB con respecto a los del período justamente anterior. Este incremento se debe en gran medida a un aumento de aproximadamente 3% del PIB en el endeudamiento de las empresas, dado que la emisión de acciones como mecanismo de financiación redujo su participación y se mantiene aún en niveles muy bajos a pesar de las diferentes medidas encaminadas a fortalecer este tipo de financiamiento.

Cuadro 5. FUENTES Y USOS DE RECURSOS DE LAS EMPRESAS PRIVADAS

	1975-1979	1980-1984	1985-1989	1990-1993
Recursos	13.52	13.60	13.38	14.09
Internos	3.88	3.97	5.92	3.86
Ahorro bruto	3.38	3.57	5.82	3.69
Transferencias netas+reservas ^a	1 0.50	0.40	0.10	0.17
Externos	9.64	9.63	7.46 1	0.22
Títulos y otros	2.25	2.84	2.48	2.32
Financiación	7.40	6.79	4.98	7.90
Aplicaciones	13.36	12.40	13.06	14.11
Inversión fija	6.15	6.03	5.92	5.71
FIBKF+ variación existencias	6.15	5.93	5.84	5.20
Otros activos ^b	2 0.10	0.10	0.09	0.50
Colocaciones financieras	7.21	6.36	7.13	8.40
Medios de pago	0.46	0.74	0.79	0.93
Colocación	1.34	1.56	2.03	3.37
Derechos de acreedores ^c	3 0.92	1.09	1.55	2.14
Derechos de propietario ^d	4 0.42	0.47	0.48	1.23
Financiación	5.40	4.07	4.32	4.10
Reservas de seguros vida y cesantías	-	-	-	-
Discrepancia estadística	-0.34	0.75	0.18	-0.02

^a Transferencias netas de capital y cuentas por pagar o recibir.

^b Tierras, terrenos y otros activos.

^c Depósitos y títulos.

^d Acciones y otras formas de propiedad.

Fuente: Banco de la República, Departamento de Investigaciones Económicas, Cuentas Financieras.

Las empresas privadas muestran un incremento considerable en la adquisición de activos financieros. Sin duda, los desarrollos del mercado financiero han repercutido en este comportamiento de las empresas, brindando nuevas oportunidades de colocación, permitiendo modificar sus métodos de financiamiento, así como posibilitando diferir su inversión productiva en momentos en que los criterios de selección de proyectos se han vuelto más severos, por la exigencia de plazos de retorno mucho más cortos.

En el siguiente capítulo se presenta un modelo de ecuaciones simultáneas para medir el impacto del endeudamiento sobre las decisiones de consumo y ahorro de los hogares. Para introducirlo, se expone una breve argumentación teórica que presenta algunos modelos de consumo y revisa algunas aplicaciones de la hipótesis de restricciones de liquidez sobre el consumo.

IV. LAS DECISIONES DE CONSUMO Y LAS RESTRICCIONES DE LIQUIDEZ

El consumo de los hogares es el principal componente del PIB en Colombia; en el período comprendido entre 1970 y 1993, el consumo representó aproximadamente el 70% del PIB. Esta cifra es suficiente para afirmar que la comprensión del comportamiento y los determinantes del consumo pueden permitir un entendimiento bastante aproximado de la actividad macroeconómica y el ahorro nacional, tanto público como privado. Por lo tanto, con el propósito de iniciar el proceso de análisis del comportamiento de los agentes respecto al ahorro, esta sección tiene como objetivo recordar brevemente los modelos que describen las elecciones entre consumo presente y consumo futuro de los agentes económicos, con el propósito de recordar los fundamentos teóricos que dan soporte a las decisiones de los individuos respecto al ahorro.

A. Un modelo simple de elección intertemporal

El modelo más simple describe a un individuo que tiene ciertas preferencias definidas entre el consumo en dos períodos, 1 y 2. El problema que enfrenta el consumidor es el de maximizar la utilidad, sujeta a una restricción presupuestal:

$$\text{máx. } u = v(c_1, c_2)$$

$$\text{s.a.: } \frac{c_1}{1+r_2} + \frac{c_2}{1+r_2} = A_1 + y_1 + \frac{y_2}{1+r_2} \quad (1)$$

donde A_1 es un activo único que el individuo posee al principio del período 1, r_2 es la tasa de interés, y_1 y y_2 es el ingreso laboral que el consumidor percibe en cada uno de los dos períodos y $(1+r_2)^{-1}$ es el precio del consumo futuro en relación al consumo presente. Utilizando las herramientas de análisis de demanda, podemos encontrar los efectos de cambios en activos, ingresos y/o tasa de interés. Los resultados se resumen brevemente a continuación.

● Un incremento en la tasa de interés r_2 :

1) Efecto Sustitución: abarata el consumo futuro con respecto al consumo presente.

2) Efecto Ingreso: permite un mayor consumo en el segundo período con los mismos recursos totales y sin reducir el consumo del primer período.

3) Efecto "Capital humano": reduce el valor presente neto de los recursos totales de la vida del individuo (si y_2 es positivo). Los efectos (a) y (c) reducirían el consumo presente, mientras que (b) lo aumentaría. Por lo tanto, la dirección del efecto de un cambio en las tasas de interés sobre el consumo no es predecible en el terreno teórico.

- Un incremento del ingreso laboral (en el período 1 ó 2): incrementa el consumo. La magnitud del efecto de un cambio del ingreso presente sobre el consumo presente, depende de la forma como esté ligado el ingreso futuro al ingreso corriente. En modelos complicados, es necesario analizar la forma en la cual las expectativas de acontecimientos futuros afectan las decisiones del presente.

B. La función de consumo

1. La función keynesiana de consumo

La tradicional función keynesiana de consumo establece que el consumo es determinado por el ingreso disponible corriente:

$$C = C^e + cY^c$$

Keynes argumenta que el consumo agregado depende básicamente del ingreso agregado y que la relación entre estas dos variables es una función estable. Adicionalmente, argumenta que un nivel absoluto de ingreso mayor implica una mayor proporción de ingreso ahorrada. Varios estudios empíricos, sin embargo, han estimado la relación entre consumo e ingreso corriente; los resultados no demuestran una relación consistente y estable entre las dos variables.

La implicación más importante de esta visión para el análisis que se lleva a cabo en este trabajo es que el ahorro es una función positiva del ingreso corriente:

$$dS/dY^c > 0$$

Es decir, los cambios del ahorro se pueden explicar por cambios en el ingreso corriente de los agentes.

2. La hipótesis del ciclo de vida/ingreso permanente

Los agentes no esperan un flujo constante de ingresos durante su vida. Por lo general, los individuos jóvenes perciben menos ingresos que los agentes mayores. La teoría de elección óptima de consumo implica que los jóvenes deberían endeudarse y pagar sus deudas e inclusive ahorrar cuando son mayores con el objetivo de "suavizar" la trayectoria de consumo en el tiempo.

Se considera un individuo que vive T períodos y tiene una función de utilidad que depende del consumo. El individuo dispone de una riqueza inicial A_0 e ingresos laborales equivalentes a Y_1, Y_2, \dots, Y_t durante cada uno de los T períodos de su vida. Por simplicidad, se supone la tasa de interés igual a cero⁸. El problema que enfrenta el consumidor es:

$$\text{máx. } U = \sum_1^T U(C_t)$$

$$\text{s.a. } \sum_1^T C_t \leq A_0 + \sum_1^T Y_t$$

La solución de este problema indica que el consumo del individuo está dado por:

$$C_t = 1/T(A_0 + \sum_1^T Y_t) \quad \text{para todo } t.$$

Este resultado indica que para mantener un flujo constante de consumo durante el ciclo de vida del individuo, éste gasta cada período una cantidad correspondiente a su ingreso permanente. El ingreso permanente es "el valor de la anualidad de la riqueza humana y financiera corriente, es decir, el consumo de determinado año debe depender de un nivel de ingreso "promedio"

⁸ Las implicaciones del modelo varían muy poco cuando se levanta este supuesto.

esperado durante un horizonte de tiempo largo. En otras palabras, este análisis establece que el consumo de un agente en un período dado no está determinado por el ingreso de ese período sino por el ingreso que va a percibir durante toda su vida. El individuo utiliza el ahorro y el endeudamiento para "suavizar" la trayectoria de consumo durante su vida.

Este modelo implica que si los agentes están tratando de obtener un patrón de consumo "plano", entonces todas las variaciones del ahorro están asociadas al ingreso. De hecho, si el individuo obtuviera en cada período un ingreso correspondiente a su ingreso permanente, no ahorraría.

En este contexto, la manera como los cambios exógenos de ingreso afectan el consumo depende de si estas variaciones son percibidas como transitorias o permanentes. Dado que el consumo sólo cambia en respuesta a cambios inesperados en toda la trayectoria de ingreso presente y futuro, entonces sólo variaciones de ingreso que son percibidas como permanentes afectan los patrones de consumo de los individuos. Por otra parte, las variaciones temporales de ingreso tienen muy poco efecto sobre el consumo. Es decir, los cambios de ingreso permanentes no justifican el ahorro dado que la trayectoria de consumo se puede incrementar gracias al aumento en la trayectoria de ingreso, mientras que si los agentes perciben los cambios exógenos del ingreso como transitorios entonces sí utilizan el ahorro y/o el endeudamiento para trasladar recursos de hoy hacia el futuro y, de esta manera, "suavizar" la trayectoria del consumo.

En el caso de Colombia, es posible que los agentes hayan percibido un shock de ingreso que conciben como permanente y sea esa la razón por la cual incrementaron su consumo. Existen por lo menos

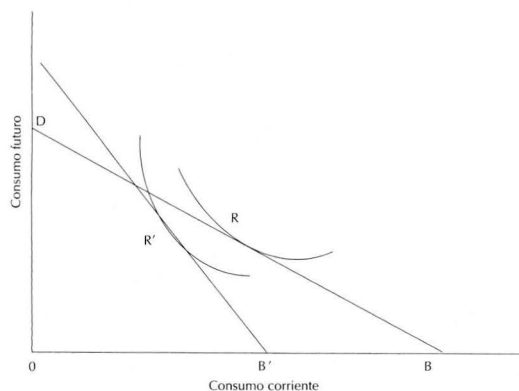
tres razones por las cuales los consumidores colombianos han podido percibir un cambio permanente del ingreso: la primera es el cambio en las expectativas de ingreso como consecuencia de la bonanza petrolera; la segunda, las variaciones en la capacidad de compra de los agentes generadas por la revaluación de la tasa de cambio y; la tercera, el incremento en los ingresos salariales a raíz de la reforma laboral de 1991. Bajo la hipótesis del ingreso permanente, es posible considerar dos casos adicionales que explicarían un incremento en el nivel de consumo del período corriente. El primero, es un shock de ingreso negativo que es percibido por los agentes como transitorio. Sin embargo, no existe evidencia para afirmar que los agentes en Colombia hayan percibido una disminución exógena del ingreso. De hecho, ya se han mencionado las razones por las cuales parecería ser todo lo contrario. El segundo, es un shock de ingreso esperado en el siguiente período y percibido como permanente. Esto causaría no sólo que la gente incrementara su consumo desde el período corriente con el objetivo de "suavizar" toda la trayectoria, sino también que lo hiciera reduciendo su ahorro y/o incrementando su endeudamiento dado que aún no dispone de un ingreso mayor.

Por otra parte, podemos utilizar este marco teórico para describir el efecto de un cambio en la tasa de interés sobre el consumo. Por simplicidad se utiliza el modelo básico de dos períodos y los resultados se resumen a continuación.

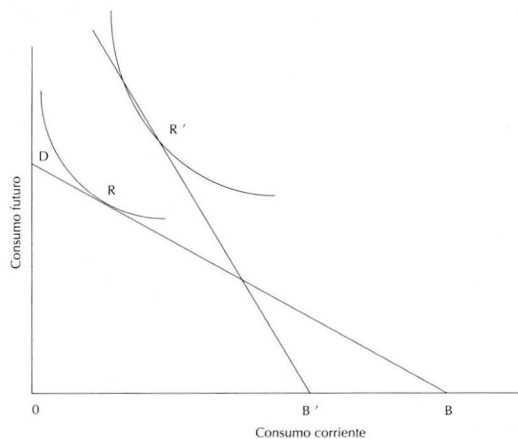
La respuesta del consumidor a cambios en la tasa de interés depende de si el individuo es un prestamista o un prestatario. Como se puede ver en el Gráfico 10, un incremento de la tasa de interés causa que la restricción presupuestal del individuo rote hacia una más empinada. El prestatario (parte a) va a consumir menos en el período corriente porque el aumento en la tasa de

Gráfico 10

RESPUESTA DEL CONSUMIDOR A CAMBIOS EN LA TASA DE INTERES



(a) Prestatario



(b) Prestamista

interés ocasiona que se incremente el monto de la deuda que debe cancelar. Por otra parte, el prestamista (parte b) va a consumir más en el período corriente dado que la misma cantidad de dinero prestada le permite incrementar su trayectoria de consumo. El efecto total del cambio en la tasa de interés es, por tanto, ambiguo.

Si asumimos que Colombia es un país prestatario (déficit persistente en cuenta corriente) respecto al resto del mundo, entonces una disminución de la tasa de interés ocasiona un incremento en el consumo, un deterioro de la balanza comercial y un aumento del endeudamiento. Los datos muestran que estos tres hechos tuvieron lugar en Colombia a partir de 1991. Si la tasa de interés relevante para los agentes, teniendo en cuenta que estamos comparando la situación del país respecto a la del resto del mundo, es la tasa de interés externa más la tasa esperada de devaluación, entonces podríamos analizar la posibilidad de que un cambio en dicha tasa vía expectativas de devaluación haya ocasionado un

cambio en el comportamiento reciente del consumo en Colombia.

3. El ingreso permanente y las restricciones de liquidez

Varios trabajos para países desarrollados han rechazado el cumplimiento de la hipótesis del ingreso permanente (HIP). Este hecho ha sido atribuido principalmente a la presencia de restricciones de liquidez (ver Hall y Mishkin (1982), Hayashi (1985), Zeldes (1989)). Por el contrario, algunos trabajos para Colombia han establecido la validez de esta hipótesis. Por un lado, Carrasquilla (1989) interpreta la cointegración entre consumo e ingreso como un indicador de la validez de la HIP. Por otra parte, Clavijo (1989) y Clavijo y Fernández (1989) utilizan el método de descomposición por elementos permanentes y transitorios descrito por Beveridge y Nelson (1981) y establecen la validez de la HIP basados en su hallazgo de que la propensión a consumir ingreso transitorio no es mayor que la propensión a consumir ingreso permanente. Dado que la

HIP establece entre sus supuestos un mercado de capitales perfecto, López (1994) cuestiona las conclusiones de estos trabajos pues implicarían que el mercado de capitales colombiano es más perfecto que el de países desarrollados. Algunos estudios, sin embargo, establecen la posibilidad de que en Colombia la HIP no sea válida debido a la presencia de consumidores con restricciones de liquidez (ver Carrasquilla y Rincón (1990)), a pesar de que los resultados no son del todo concluyentes.

La HIP asume que todos los individuos pueden pedir prestado a la misma tasa de interés a la que ahorran siempre y cuando cancelen sus deudas eventualmente. Sin embargo, en la práctica la tasa de interés no suele ser la misma. Más aún, algunos individuos se ven en la imposibilidad de pedir prestado a cualquier tasa de interés. En estos casos se presenta una restricción de liquidez dado que los individuos no pueden transferir recursos del futuro al presente. En la literatura económica, las restricciones de liquidez se establecen como restricciones de cantidad y/o precio sobre la tenencia de activos de los agentes. Para citar un ejemplo, Zeldes (1989) impone como restricción exógena que los individuos no puedan pedir préstamos contra ingresos laborales futuros.

La presencia de restricciones de liquidez puede generar un exceso de sensibilidad del consumo a cambios predecibles en el ingreso. Si los consumidores enfrentan altas tasas de interés para préstamos, entonces pueden decidir no tomar crédito para "suavizar" la trayectoria de consumo cuando sus ingresos corrientes son bajos. Si no pueden pedir crédito en absoluto, entonces no tienen otra opción diferente a reducir el consumo cuando el ingreso corriente disminuye. Esto implicaría que los ingresos transitorios cobran rele-

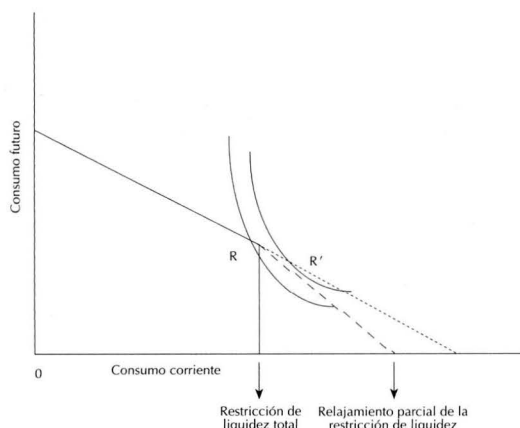
vancia sobre la determinación del consumo respecto a lo que predice la HIP. Por lo tanto, comprobar la invalidez de la HIP a causa de la presencia de restricciones de crédito conduce a conclusiones importantes sobre el diseño de política económica. De hecho, implica que las políticas de demanda anticíclicas tendrían mayor cabida⁹.

De otro lado, la presencia de restricciones de liquidez puede causar incrementos en el ahorro por dos vías. La primera, la existencia de una restricción de liquidez obligatoria significa que el individuo debe consumir menos de lo que consumiría si no la tuviera. La segunda, aún si la restricción no es obligatoria en el período corriente, la posibilidad de que lo sea en el futuro, conduce a una reducción del consumo presente. Por esta razón, la presencia de restricciones de liquidez conlleva a que los individuos ahorren como medida preventiva en contra de los efectos de disminuciones futuras del ingreso.

Como se aprecia en el Gráfico 11, el relajamiento parcial de las restricciones de liquidez causa incrementos en consumo y por lo tanto disminuciones en ahorro. Como se mencionó brevemente en el capítulo anterior, la reforma financiera de 1991 y la entrada masiva de capitales al país ocasionaron un relajamiento de las restricciones de liquidez que enfrentaban los consumidores en Colombia. Es interesante, por lo tanto, analizar en qué medida el comportamiento reciente del consumo está relacionado con el aumento de las posibilidades de endeudamiento. En este contexto, este trabajo plantea la posibilidad de que las decisiones de endeudamiento sean significativas en la determinación del con-

⁹ Ver López (1994), Pag. 18.

Gráfico 11. RELAJAMIENTO PARCIAL DE RESTRICCIONES DE LIQUIDEZ



sumo. De comprobarse esta hipótesis, podríamos establecer que los agentes colombianos sí enfrentan restricciones de liquidez, pues de lo contrario, las variaciones de la deuda no deberían afectar las decisiones de consumo de acuerdo con la hipótesis del ingreso permanente. En este sentido nuestro interés es aportar elementos para probar que la presencia de restricciones de liquidez podría estar modificando la HIP en Colombia.

4. Las decisiones de financiamiento y consumo en Colombia

Para complementar el análisis contable, conviene analizar la relación entre el ahorro y el consumo de los hogares a través del análisis econométrico, con el objetivo que nos hemos planteado inicialmente de entender si los cambios del mercado financiero en Colombia pueden haber afectado los patrones de consumo y, por lo tanto, de ahorro. Si partimos del supuesto de que los hogares ahorran con el propósito de consumir en el futuro, entonces un modelo que analiza los

determinantes del ahorro describe el comportamiento del consumo de los hogares. Con el fin de establecer los determinantes del ahorro y el consumo de los hogares en Colombia, se utiliza aquí un modelo estático de ecuaciones simultáneas.

Este tipo de modelos siempre incluyen restricciones presupuestales dado que los recursos son limitados. Los hogares deben llevar a cabo una distribución óptima de los recursos con el fin de garantizar la maximización de su utilidad a lo largo de una trayectoria. Planteamos, por lo tanto, que las decisiones de consumo de los hogares se determinan simultáneamente con las de su financiamiento. La restricción presupuestal del hogar está dada por su flujo de caja, que se incrementa por ejemplo, cuando adquiere nuevos créditos.

De esta manera, se utiliza un modelo que tiene en cuenta la interacción del consumo, el ahorro y el endeudamiento, siguiendo lo establecido en la literatura convencional: las decisiones de consumo de los hogares son determinadas simultáneamente con las de su financiamiento. Se plantea con este objetivo un modelo de ecuaciones simultáneas, similar al utilizado por Sánchez, Murcia y Oliva (1996) para el caso de las empresas. Se realizan las estimaciones para el período global 1970-1993, utilizando el método de mínimos cuadrados en dos etapas con datos de cuentas nacionales y cuentas financieras con el fin de establecer las relaciones de simultaneidad entre las variables.

$$C_t = f(S_t, \Delta Deuda_t, Y_t, P_{C_t}, T_t)$$

$$S_t = f(C_t, \Delta Deuda_t, Y_t, r_t, P_{X_t}, T_t)$$

$$\Delta Deuda_t = f(C_t, S_t, PC_t, r_t, T_t, M2_t)$$

$\begin{matrix} - & + & - & - & + & + \\ + & - & + & - & + & + \end{matrix}$

donde:

C_t : consumo de los hogares.

S_t : ahorro bruto de los hogares.

$\Delta Deuda_t$: endeudamiento adquirido por lo hogares en el período.

Y_t : ingresos laborales, de propiedad en empresas y transferencias a los hogares.

PC_t : precio relativo de los bienes de consumo calculado como la relación entre el deflactor del consumo y el deflactor del PIB.

Px_t : términos de intercambio.

r_t : tasa de interés real promedio.

$M2_t$: oferta Monetaria Ampliada.

T_t : impuestos pagados por los hogares.

La primera línea sobre las ecuaciones indica los signos esperados en un modelo que incluye como $\Delta Deuda_t$, el endeudamiento de largo plazo de los hogares. Por otra parte, la segunda línea establece los signos esperados si la variable que se incluye es el endeudamiento de corto plazo. El modelo es estimado tomando las variables como porcentaje del PIB real.

a. Determinantes del consumo, el ahorro y el endeudamiento de largo plazo

El Cuadro 6 muestra los resultados de las estimaciones del primer ejercicio que utilizó como endeudamiento la serie de operaciones de préstamos de largo plazo a los hogares, es decir, los préstamos para vivienda otorgados por el BCH, el ICT y las corporaciones de ahorro y vivienda para el período 1950-93¹⁰.

Estos resultados indican que si los hogares adquieren deuda de largo plazo para financiar

vivienda, entonces reducen sus niveles de consumo con el objetivo de generar excedentes para pagar estos préstamos. Como puede observarse, un incremento de 1 peso en la deuda de largo plazo implica una disminución de 0.31 pesos en el consumo, y un incremento de un peso en el ahorro se traduce en una disminución similar del consumo corriente, 0.29 pesos. Estos coeficientes resultaron ser significativos al 99% de confianza. Estos datos indican que un incremento en la financiación de vivienda podría incrementar los niveles de ahorro de los hogares y favorecer, por lo tanto, el ahorro nacional.

Por otra parte, existe evidencia para afirmar que la adquisición de préstamos para vivienda genera cambios en los patrones de ahorro de los hogares. De hecho, el coeficiente del endeudamiento en la ecuación de ahorro tiene signo positivo y es significativo, lo que implica que no hay sustitución entre ahorro y endeudamiento de largo plazo. Es decir, los hogares acumulan recursos para cancelar sus deudas en la medida en que por cada peso de endeudamiento de largo plazo adquirido, se incrementa su ahorro en 0.30 pesos.

Por otra parte, un incremento de 1 peso en el ingreso produce incrementos de 0.38 pesos en el consumo. Adicionalmente, y como era de esperarse, un incremento del precio relativo de los bienes de consumo implica una reducción del consumo de 0.19 pesos.

De acuerdo con los resultados de la ecuación de ahorro, un incremento de 1 peso en el consumo

¹⁰ Las series de consumo, ahorro, ingreso e impuestos para el período completo 50-93 son tomadas del trabajo de López, Gómez y Rodríguez (1996), que lleva a cabo un empalme de la serie del 50-70 construida por el Banco de la República con aquella para el período 70-93 que realiza el Dane.

Cuadro 6. ESTIMACIONES DEL MODELO UTILIZANDO ENDEUDAMIENTO DE LARGO PLAZO

Variable dependiente	Período 50-93		
	Consumo	Ahorro	Δ Deuda
Consumo		-0.5794 *** (-3.3695)	-0.2346 ** (-2.5670)
Ahorro	-0.2991 *** (-2.8924)		0.1351 (1.6067)
Δ Deuda	-0.3167 *** (-3.3742)	0.3019 ** (2.3922)	
Ingreso	0.3878 *** (4.4483)	0.6123 *** (5.4508)	
Precio relativo	-0.1909 *** (-3.4870)		-0.1941 *** (-4.4993)
Términos de intercambio		0.0661 *** (3.9708)	
Tasa de interés		-0.0002 (-0.5439)	0.0002 (0.8412)
M_2			0.1932 *** (4.9146)
Número de observaciones	42	42	42
R^2	0.903	0.70	0.87
Durbin Watson	1.6	2.0	1.3

Valor absoluto del estadístico t entre paréntesis. * Significativo al 90%. ** Significativo al 95%. *** Significativo al 99%. Todas las variables como proporción del PIB real. El método de estimación es mínimos cuadrados en dos etapas.

causa una disminución de 0.58 pesos en el ahorro, y un aumento de 1 peso en el ingreso de los hogares implica un incremento de 0.61 en su ahorro. Es interesante además, confirmar la relación positiva entre los términos de intercambio y el ahorro.

Para explicar el endeudamiento; el consumo, el precio relativo de los bienes de consumo y la oferta monetaria ampliada son significativos y presentan los signos esperados. Por un lado, un incremento de 1 peso en M_2 conlleva un aumento

de 0.19 pesos en el endeudamiento de largo plazo y por otro, un incremento de 1 peso en el precio relativo de los bienes de consumo ocasiona una reducción de 0.19 pesos en los préstamos para vivienda adquiridos por los hogares. Esto indica que las variaciones en el precio relativo de los bienes de consumo, generalmente causados por ciclos de los precios de alimentos, si tienen incidencia sobre el endeudamiento en la medida en que generan caídas en el ahorro y por lo tanto disminuyen las posibilidades de endeudarse en el largo plazo.

Por otra parte, es importante mencionar que los impuestos no son una variable explicativa significativa en este modelo, razón por la cual se excluyen. Adicionalmente, la tasa de interés real no es significativa en explicar el comportamiento del ahorro ni el del endeudamiento, lo cual confirma los hallazgos de trabajos anteriores.

El hecho de que el endeudamiento de largo plazo afecte los patrones de consumo podría estar indicando que los agentes no tienen buenas expectativas respecto a sus ingresos futuros y por lo tanto están interesados en crear excedentes de ingresos reduciendo su consumo con el objetivo de cancelar en períodos posteriores los préstamos que han adquirido para inversión. Este comportamiento podría significar que el desempeño económico relativamente bueno del país respecto a otros países latinoamericanos no ha generado confiabilidad en los agentes y las expectativas de crecimiento en el futuro no han sido transmitidas al comportamiento de los hogares.

b. Determinantes del consumo, el ahorro y el endeudamiento de corto plazo

En el Cuadro 7 se muestran los resultados del segundo ejercicio que se llevó a cabo. En este caso se utiliza como endeudamiento la serie de variaciones anuales de los préstamos de corto plazo y de los créditos comerciales a los hogares (cuentas financieras del Banco de la República). Dado que las cuentas financieras se elaboran a partir de 1970, este modelo se estimó únicamente para el período 70-93.

De acuerdo con estos resultados, las decisiones de endeudamiento a corto plazo están correlacionadas con las decisiones de consumo. Los signos de ahorro y endeudamiento en la primera ecuación corresponden a los esperados, es decir, un

incremento autónomo del ahorro implica una disminución del consumo y, por otra parte, un incremento de los préstamos de corto plazo y los créditos comerciales implica un aumento en el consumo debido a que ese es el objetivo principal de este tipo de endeudamiento.

El coeficiente de ahorro indica que un incremento exógeno de 1 peso en el ahorro de los hogares genera una disminución de 0.54 pesos en el consumo corriente. Por su parte, el coeficiente de endeudamiento establece que un incremento de 1 peso en la deuda de corto plazo permite un incremento de 0.25 pesos en el consumo. Los signos de las demás variables explicativas del consumo corresponden a los esperados, y adicionalmente, los coeficientes son significativos como puede apreciarse en el Cuadro 7.

Por otra parte, el coeficiente de deuda en la ecuación de ahorro tiene signo negativo y es significativo, esto indica sustitución entre ahorro y endeudamiento de corto plazo. El coeficiente muestra que para el período 70-93, un aumento de un peso en el endeudamiento implicaba una disminución de 0.46 pesos en el ahorro. El coeficiente del consumo también tiene el signo esperado. En efecto, un incremento de 1 peso en el consumo conllevaba a una disminución de 0.46 pesos en el ahorro. Estos resultados son importantes, dado que el período de fuerte disminución en la tasa de ahorro (ver Gráficos 1 y 6) está asociado a un claro incremento en la tasa de consumo.

La ecuación de ahorro muestra adicionalmente, que un incremento de 1 peso en el ingreso percibido por los hogares ocasiona un incremento de 0.55 pesos en el ahorro. Otro resultado interesante es aquel que concierne a los impuestos; si observamos el Cuadro 7 podemos establecer que

Cuadro 7. ESTIMACIONES DEL MODELO UTILIZANDO ENDEUDAMIENTO DE CORTO PLAZO

Variable dependiente	Período 1970-1993		
	Consumo	Ahorro	ΔDeuda
Consumo		-0.4640 ** (-2.2261)	0.4981*** (7.8432)
Ahorro	0.5410 *** (-4.3424)		-0.1512* (-1.7600)
ΔDeuda	0.2572 * (1.8278)	-0.4588 ** (-2.0094)	
Ingreso	0.6540 *** (12.1901)	0.5536 *** (4.9749)	
Precio relativo	-0.4049 *** (-7.5557)		0.0433 (0.9372)
Términos de intercambio		0.0604 *** (3.8169)	
Impuestos		-1.0144 *** (-2.3235)	
Tasa de interés		-0.0199** (-2.3235)	-0.0433 *** (-7.7431)
M ₂			0.1251 *** (4.3957)
Número de observaciones	23	23	23
R ²	0.946	0.813	0.921
Durbin Watson	1.6	1.7	2.24

Valor absoluto del estadístico t entre paréntesis. * Significativo al 90%. ** Significativo al 95%. *** Significativo al 99%. Todas las variables como proporción del PIB real. El método de estimación es mínimos cuadrados en dos etapas.

un incremento exógeno de 1 peso en los impuestos directos cancelados por los hogares ocasionaría una disminución de 1.01 pesos en el ahorro durante el período 70-93. Este resultado es importante, si tenemos en cuenta que muchas de las explicaciones que se han atribuido a la caída del ahorro están asociadas con el incremento de la carga tributaria. De nuevo, se confirma la relación directa entre los términos de intercambio y el ahorro de los hogares, dado que el

signo del coeficiente corresponde al esperado y es significativo.

Finalmente, los signos de las variables consumo y deuda en la ecuación de endeudamiento son los esperados. Por un lado, un incremento exógeno de 1 peso en el consumo implica un incremento de 0.49 pesos en el endeudamiento de corto plazo de los hogares, y por otro, un incremento exógeno de un peso en el ahorro tiene

como resultado una disminución de 0.15 pesos en el endeudamiento.

De la ecuación se desprende, además, que la tasa de interés real parece afectar las decisiones de endeudamiento de corto plazo, no así las de largo plazo. De hecho, el coeficiente de la tasa de interés tiene el signo esperado y es significativo. Adicionalmente, un incremento de 1 peso en la oferta monetaria ampliada implica un incremento de 0.12 pesos en la deuda de corto plazo de los hogares.

Resumiendo los resultados, es claro que las decisiones de consumo implicaron por un lado disminuciones en los préstamos para vivienda solicitados por los hogares en el período 50-93 y por otro, incrementos en el endeudamiento de corto plazo en el período 70-93. Adicionalmente, este ejercicio evidencia que hay sustitución entre ahorro y endeudamiento de corto plazo de los hogares. Por lo tanto, al observar el incremento del endeudamiento de corto plazo en la Gráfico 8, podemos establecer que las reformas de 1991 que aceleraron el proceso de liberalización financiera en Colombia tuvieron como consecuencia la sustitución de ahorro interno por ahorro externo para el financiamiento de las transacciones de los hogares, en especial consumo. Por otra parte, parece ser que los impuestos pagados por los hogares son un determinante importante del ahorro (ver Cuadro 7). De hecho, incrementos de los impuestos fueron compensados completamente por disminuciones en el ahorro durante el período 1970-1993.

Para complementar estos resultados, se presenta a continuación un ejercicio que establece el impacto del cambio autónomo en cada variable explicativa sobre el cambio en la tasa de ahorro de los hogares dados los resultados del modelo

anterior. Sabemos que la ecuación de ahorro presentada en el modelo de ecuaciones simultáneas es:

$$\begin{aligned} \text{Ahorro}_t = & C + a_1 \text{Consumo}_t + a_2 \text{Endeudamiento}_t \\ & + a_3 \text{Ingreso}_t + a_4 \text{Impuestos}_t + \\ & a_5 \text{Términos de Intercambio}_t + a_6 \text{Tasa} \\ & \text{de interés real}_t + E_t \end{aligned}$$

A continuación, definimos la forma de calcular el impacto de un cambio autónomo en cada variable explicativa sobre el cambio en la variable dependiente:

$$\Delta \text{Ahorro}_t = a_1 \Delta \text{Consumo}_t + a_2 \Delta \text{Endeudamiento}_t + a_3 \Delta \text{Ingreso}_t + a_4 \Delta \text{Impuestos}_t + a_5 \Delta \text{Términos de Intercambio}_t$$

Excluimos la tasa de interés, dado que el signo de este coeficiente no corresponde al esperado de acuerdo con la literatura económica y por lo tanto no debe ser incluida como una variable explicativa significativa del comportamiento del ahorro de los hogares. Los resultados de este ejercicio se muestran en el Cuadro 8.

El cambio del ahorro por cambios autónomos de las variables explicativas predicho por el modelo es bastante aproximado al cambio porcentual del ahorro de los hogares, a excepción del último período para el cual aproximadamente un punto del PIB real no es explicado por cambios en las variables elegidas. Sin embargo, puede observarse que el impacto de cambios autónomos en el consumo y el endeudamiento sobre el cambio en el ahorro de los hogares en el último período es muy significativo respecto a los períodos anteriores. Por un lado, el 44.8% del cambio en el ahorro es explicado por el incremento del consumo y un 58.6% es explicado por el incremento del endeudamiento de corto plazo de los

hogares en el período 91-93. Durante el período 86-90, el incremento del endeudamiento de corto plazo de los hogares explica solamente el 7% de la disminución del ahorro. Parece ser, sin embargo, que existe un problema de contabilidad dado que el incremento también muy significativo en el ingreso se debe en gran parte a aumentos no esperados en las transferencias a los hogares. De no ser por este cambio en el ingreso percibido por los hogares, el consumo y el endeudamiento habrían explicado prácticamente la totalidad de la disminución del ahorro de los hogares en el período 91-93.

V. CONCLUSIONES

A partir de 1991, la composición del ahorro en Colombia sufrió un cambio, dado que se substituyó ahorro interno por ahorro externo, y adicionalmente el ahorro público y la inversión nominal aumentaron ligeramente como porcentaje del PIB. Estos hechos coinciden con el período en el cual se impulsaron en el país importantes reformas estructurales que afectaron el comportamiento de los individuos. Entre ellas, la reducción

en las restricciones de liquidez facilitada por la reforma financiera y la mayor disponibilidad de recursos para la intermediación producto de la masiva entrada de capitales cambió los patrones de comportamiento tanto de empresas como de hogares.

Este trabajo tenía dos objetivos básicos; el primero, describir el cambio en el comportamiento financiero de los hogares a raíz de los cambios experimentados por el sector financiero a partir de 1991 y, segundo, determinar en qué medida el mayor acceso al crédito asociado a estas transformaciones propició un crecimiento en el consumo y, por lo tanto, una disminución en el ahorro de los hogares. Con tales propósitos, se utilizaron como herramientas un esquema de fuentes y usos que utiliza información de las Cuentas Nacionales y las Cuentas Financieras, y un modelo de ecuaciones simultáneas para las decisiones de consumo, ahorro y endeudamiento.

Al analizar el comportamiento de los hogares se nota que a partir de 1991, además del incremento sostenido de cerca de 1 punto del PIB en el

Cuadro 8. IMPACTO DE UN CAMBIO AUTONOMO EN CADA VARIABLE EXPLICATIVA SOBRE LA VARIABLE DEPENDIENTE

Período	Cambio porcentual del ahorro	Impacto de un cambio autónomo en					Cambio predicho del ahorro
		C	ΔDeuda	Y	T	PX	
71-75	0.029	0.007	0.006	0.006	0.003	0.000	0.022
76-80	0.011	0.005	0.002	-0.006	0.011	-0.001	0.011
81-85	-0.009	0.008	0.003	-0.023	0.004	0.002	-0.006
86-90	-0.015	0.008	-0.001	-0.011	0.001	-0.021	-0.023
91-93	-0.029	-0.013	-0.017	0.013	0.000	-0.001	-0.018

Fuentes: Cálculos del autor. Variaciones de las variables como porcentaje del PIB real.

consumo de bienes durables, los agentes financiaron una proporción menor de su inversión con ahorro propio, pasando a utilizar de manera significativa las fuentes de recursos externos (endeudamiento de corto y largo plazo). Este hecho fue facilitado tanto por el proceso de liberalización financiera como por reformas adicionales que complementaban el plan de modernización de la economía colombiana, entre las que se encuentran la reforma cambiaria y la laboral.

Adicionalmente, los datos indican que los hogares llevaron a cabo una relocalización de recursos durante este período. Incrementaron de manera significativa sus operaciones en depósitos de ahorro y cuentas CAV e inversiones en CDTs, mientras que liquidaron buena parte de su tenencia en acciones, otras formas de financiación y cesantías. Estas tendencias parecen indicar que los agentes estaban interesados en buscar rendimientos de corto plazo a pesar de los intentos por crear incentivos para la colocación de recursos a largo plazo con el fin de motivar la inversión en el país. Estos hechos muestran que a pesar del descenso en el ahorro macroeconómico, el ahorro financiero presentó un crecimiento propiciado por las reformas del 91, en particular la financiera, aunque ésta no es la única.

Dado que estos datos indicaron que la disminución en la tasa de ahorro de los hogares está estrechamente relacionada con las facilidades que encontraron los agentes para obtener créditos, se estimó un modelo de determinación de consumo diseñado para medir la importancia del endeudamiento de los hogares en sus decisiones de ahorro y consumo. Los resultados indicaron, por un lado, que la adquisición de préstamos de vivienda incrementa el ahorro de los hogares dado que éstos están interesados en

crear excedentes para cancelar las deudas que han adquirido para financiar sus inversiones. Por otro lado, se corroboró que existe sustitución entre ahorro y endeudamiento de corto plazo. De hecho, el incremento en el endeudamiento de corto plazo y el aumento en el consumo podrían explicar prácticamente la totalidad de la disminución del ahorro de los hogares en el período 91-93.

El hecho de que las variaciones de la deuda afecten las decisiones de consumo podría implicar que los agentes colombianos si enfrentan restricciones de liquidez, pues de lo contrario éstas no deberían ser un determinante significativo del consumo. Este hallazgo es importante, dado que varios trabajos han establecido la validez de la hipótesis del ingreso permanente y, por lo tanto, rechazado la existencia de restricciones de liquidez en el mercado de capitales colombiano.

Para finalizar, es importante mencionar que es posible que los resultados aquí expuestos sean producto de una situación coyuntural en la cual los agentes apenas se están adaptando a las nuevas condiciones del mercado. Sin embargo, se podría esperar que en el largo plazo, el desarrollo de las reformas del sector financiero ofrezca perspectivas más alentadoras. En este sentido, un manejo adecuado de los nuevos instrumentos de los que ahora dispone el sector podrán propiciar incrementos en el ahorro de los hogares y, por lo tanto, beneficios en el ahorro doméstico y la inversión. Para mencionar un ejemplo, los planes voluntarios de los fondos de cesantías y pensiones son un incentivo a ahorrar por encima de los niveles mínimos establecidos por el Estado. Adicionalmente se están planteando estímulos tributarios asociados a este

tipo de planes que pueden convertirse en mecanismos de estímulo al ahorro a largo plazo como resultado de la reforma laboral y financiera. En conclusión, el desarrollo adecuado de nuevos

productos financieros enmarcado por las facilidades que ofrece un proceso de profundización financiera puede estimular el ahorro de los hogares a largo plazo en el futuro.

BIBLIOGRAFIA

- Acosta, O. Evolución del ahorro y comportamiento financiero de los agentes. I Congreso Nacional del Ahorro (Memoria). Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda. Agosto, 1991.
- Banco Mundial. Colombia: Financial Sector Reform. Volume One-The Main Report, 1992.
- Beveridge, S. y C. Nelson "A new approach to decomposition of economic time series into permanent and transitory components with particular attention to measurement of the business cycle". *Journal of Monetary Economics*, 7. Pag. 151-174, 1981.
- Calderón, A. Explica la Liberación del Sistema Financiero la Caída del Ahorro? *Estrategia Económica*. Abril 1995
- Carrasquilla, A. La Asignación Intertemporal del Consumo en Colombia. *Ensayos sobre Política Económica*, No. 16. 1989.
- Carrasquilla, A. y Rincón, H. Relaciones entre Déficit Público y Ahorro Privado; aproximaciones al caso colombiano. *Ensayos sobre Política Económica*, No. 18. 1990.
- Carroll, C. y Weil, C. Saving and Growth: a reinterpretation. NBER, *Working paper*, No. 5097. Ab, 1993.
- Clavijo, S. Ingreso Permanente y Transitorio: Qué tanto ahorran (o consumen) los colombianos? *Coyuntura Económica*, 1989.
- Clavijo, S. y Fernández, J. Consumo Privado e Ingreso Permanente: Nueva evidencia para Colombia. *Ensayos sobre Política Económica*, No. 16. 1986.
- Corbo, V. Public Policy and Saving in Developing Countries. *Journal of Development Economics*. Julio 1991.
- Cuellar, M. Documento Seminario Cladei. 1992. pgs. 10-15.
- Deaton, A. Understanding Consumption. Clarendon Press. Oxford, 1992.
- Echeverry, J. Short Run Savings Fluctuations and Export Shocks Theory and Evidence for Latin America. *Borradores Semanales de Economía*, Banco de la República. Marzo 1996.
- Edwards, S. Why are Saving Rates so Different across Countries?: an International Comparative Analysis. NBER *Working Paper*, No. 5097. Abril 1995.
- González, G.M. Interest Rates, Savings and Growth in LDCs: an Assessment of Recent Empirical Research, *World Development*, Vol. 16, No. 5. Mayo 1988.
- Hall, R. y Mishkin, F. The Sensitivity of Consumption to Transitory Income: Estimates from Panel Data of Households. *Econometrika*, No. 50. pp. 461-481. 1982.
- Hayashi, F. The Permanent Income Hypothesis: Estimation and Testing by Instrumental Variables. *Journal of Political Economy*, No. 90. pp.895-916, 1982.
- Judge, G., et. al. Introduction to the Theory and Practice of Econometrics. Second Edition. John Wiley & Sons. 1988.
- López, A. La Teoría del Ingreso Permanente y las Restricciones de Liquidez en Colombia. En: Estabilización y Crecimiento. Steiner, R. (comp). Fedesarrollo. 1994.
- López, A. Las Ultimas Décadas: un Proceso Lento e Interrumpido de Liberación Financiera. *Revista del Banco de la República*. Febrero 1995.
- López, A. Savings and Structural Reforms in Colombia in the 1990s: basis for new quantitative work. Banco Mundial. Versión no publicada. Enero 1996.
- López, A. Why did colombian private saving decline in the early 1990s? Versión preliminar. Banco Mundial. Julio, 1996.
- López, A., Gómez, C. y Rodríguez, N. La caída de la tasa de ahorro en los años noventa: Evidencia a partir de una base de datos para el período 1950-1993. Versión preliminar. Banco de la República y Banco Mundial. Mayo, 1996.
- López, A., Misas, M. y Oliveros, H. Understanding Consumption in Colombia. Versión Preliminar. Banco de la República y Banco Mundial. Mayo, 1996.
- McKinnon, R.I. Money and Capital in Economic Development, Washington, D.C. The Brookings Institution. 1973.
- Misión de Estudios del Mercado de Capitales. Ministerio de Hacienda-Banco Mundial-Fedesarrollo. Informe final. Mayo, 1996.
- Ocampo, J., Londoño, J. y Villar, L. Comportamiento del Ahorro y la Inversión: Evolución Histórica y Determinantes" En: *Lecturas de Macroeconomía Colombiana*. 1985.

- Sala-i-Martin, X. Apuntes de Crecimiento Económico. Bosch. Barcelona. 1995.
- Sánchez, F., Murcia, G. y Oliva, C. Auge y colapso del ahorro empresarial en Colombia: 1983-1994. Departamento Nacional de Planeación. Unidad de Análisis Macroeconómico. *Archivos de Macroeconomía*, Documento 44. Abril, 1996.
- Shaw, E.S. Financial Deepening in Economic Development, New York, Oxford University Press.
- Urrutia, M. El ahorro en Colombia: determinantes y comportamiento reciente. Nota Editorial. *Revista del Banco de la República*. Agosto de 1995.
- Urrutia, M. Primeros efectos de las reformas al sector financiero. Nota Editorial. *Revista del Banco de la República*. Enero de 1996.
- Zeldes, S. Consumption and Liquidity Constraints: An Empirical Investigation. *Journal of Political Economy*, No. 2, Vol.97. 1989.

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	35.00	18.300
<i>Afluencia de capitales y estabilización en América Latina</i> , R. Steiner, compilador, Tercer Mundo Editores Fedesarrollo, 1994	35.00	20.000
<i>Los capitales extranjeros en las economías latinoamericanas</i> , J. A. Ocampo, editor Banco Interamericano de Desarrollo, BID - Fedesarrollo, 1994	23.00	14.000
<i>Estabilización y crecimiento. Nuevas lecturas de macroeconomía colombiana</i> , R. Steiner, compilador, Tercer Mundo Editores - Fedesarrollo, 1994	23.00	13.900
<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	47.00	30.900
<i>Inflación y estabilización en América Latina: nuevos modelos estructurales</i> , J. A. Ocampo, compilador, Tercer Mundo Editores - Fedesarrollo, 1990	23.00	13.000
<i>Colombia ante la economía mundial</i> , M. Urrutia, compilador, Tercer Mundo Editores - Fedesarrollo, 1993	35.00	19.000
<i>Técnicas de medición económica: metodologías y aplicaciones en Colombia</i> , E. Lora, Tercer Mundo Editores Fedesarrollo, segunda edición corregida y aumentada, 1991	45.00	23.800
<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	35.00	23.500
<i>Ensayos de historia monetaria y bancaria de Colombia, 1850-1939</i> , F. Sánchez, compilador, Fedesarrollo - Asociación Bancaria - Tercer Mendo Editores	30.00	16.900
<i>Historia económica de Colombia</i> , J. A. Ocampo, compilador, Tercer Mundo Editores, Fedesarrollo, 1990	35.00	17.700
<i>El comercio exterior y la política internacional del café</i> , R. Junguito y D. Pizano, coordinadores, Fondo Cultural Cafetero - Fedesarrollo, 1994	35.00	17.300
<i>Producción de café en Colombia</i> , R. Junguito y D. Pizano, Fondo Cultural Cafetero - Fedesarrollo, 1991	30.00	14.200
<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)	22.00	8.900
<i>La autonomía del Banco de la República, economía política de la reforma</i> , R. Steiner, compilador, Tercer Mundo Editores - Fedesarrollo 25 años, 1995	35.00	16.800
<i>El salto social en discusión, políticas sociales 1994-1998</i> , E. Lora y C. Lanzatta, coordinadores, Tercer Mundo Editores - PNUD - Fedesarrollo 25 años, 1995	35.00	17.900
<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	35.00	15.900
<i>Análisis de coyuntura económica, métodos aplicados en América Latina</i> , E. Lora y J. Vial, coordinadores, Tercer Mundo Editores - Fedesarrollo 25 años, 1995	25.00	13.000
<i>Economía opinión, 25 años</i> , H. G. Buendía, editor, Tercer Mundo Editores - Colciencias, 1995	22.00	9.500
<i>Misión de Estudios del Mercado de Capitales</i> , Ministerio de Hacienda, Banco Mundial y Fedesarrollo, Tercer Mundo Editores, 1996	47.00	30.000
El Crecimiento Económico en América Latina, M. Cárdenas, coordinador, Tercer Mundo Editores, Fedesarrollo, 1996	35.00	22.000
Suscripción anual a <i>Coyuntura Económica</i> (cuatro Revistas)	326.00	80.500
Revista <i>Coyuntura Económica</i> (valor unitario)	81.50	20.200
Suscripción anual a <i>Coyuntura Social</i> (dos revistas)	163.00	33.000
Revista <i>Coyuntura Social</i> (valor uniatrio)	81.50	16.500

* Válida hasta diciembre 31 de 1996

NOTA. A nivel nacional: si cancelan con cheques de otras plazas, favor incluir \$3.000 por concepto de transferencia bancaria. Los cheques deben ser girados a nombre de Fedesarrollo.