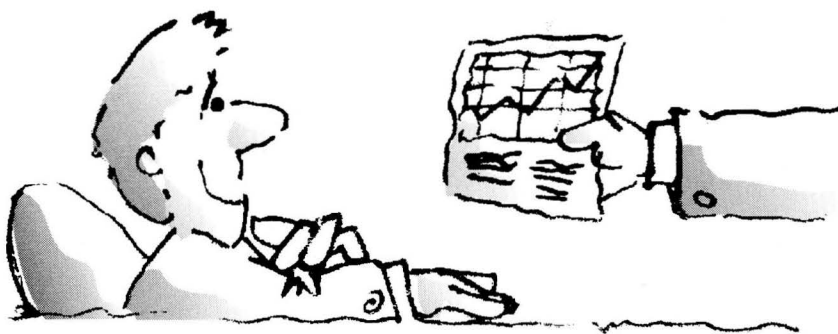


Análisis Coyuntural



PARA AMPLIARLE A
USTED LAS OPCIONES
DE INVERSION...

LA BOLSA DE BOGOTA ESTA ABIERTA A COLOMBIA

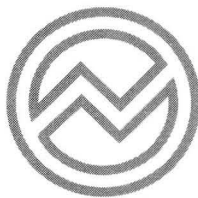
Con la tecnología y los servicios para mantenerlo en contacto
permanente con sus comisionistas.

Para darle acceso a mercados financieros más amplios y
transparentes, donde vendedor y comprador están en igualdad de
condiciones de información.

Esto le significa más oportunidades de inversión y mayor
seguridad y rapidez en sus decisiones.

Bienvenido.

Consulte al Comisionista de la Bolsa de Bogotá.



BOLSA DE BOGOTA S.A.
De todos. Para todos.

MIEMBROS ACTIVOS DE LA BOLSA DE BOGOTA: ACCIONES Y VALORES S.A. Tel. 2818800 • AFIN S.A. Tel. 2867833 • ARTURO URIBE G. & CIA. S.A. Tel. 3410188 • ASESORES EN VALORES S.A. Bogotá: Tel. 2876900 - Medellín: Tel. 516396 • ASESORIAS E INVERSIONES ISAZA ESCOBAR Y APARICIO S.A. Tel. 3428508 • BERMUDEZ Y VALENZUELA S.A. Tel. 2883677 • CASA DE BOLSA S.A. Bogotá: Tel. 2872020 - Cali: Tel. 890051 - Medellín: Tel. 682655 • COLBOLSA S.A. Tel. 2101494 • COMISIONISTAS DE COLOMBIA S.A. Tel. 2853105 • COMPAÑIA DE PROFESIONALES DE BOLSA S.A. Tel. 2880566 • COMISIONISTAS DE BOLSA QUANTUM S.A. Tel. 2883611 • CONSORCIO BURSATIL S.A. Tel. 2819441 • CORREDOR Y ALBAN S.A. Tel. 2869355 • CORREDORA BURSATIL S.A. COLOMBIA S.A. Tel. 2860017 • CORREDORES ASOCIADOS S.A. Bogotá: Tels. 2869099 - Medellín: Tel. 3420022 - Cali: Tel. 801333 - B/quilla: Tel. 562954 • CORREGAN S.A. Tel. 2814219 • CORREVAL S.A. Tel. 2886311 • DIGITAL DE VALORES S.A. Tel. 2830110 • DURAN CASAS S.A. Tel. 2886699 • GABRIEL FERRO Y CIA. S.A. Tel. 2179211 • J. G. GARCES COMISIONISTA DE BOLSA S.A. Bogotá: Tel. 3345466 - Cali: Tel. 831623 - Manizales: Tel. 841435 • LUIS SOTO S.A. Tel. 2560027 • MARTINEZGUERRA GUTIERREZ Y CIA. S.A. Tel. 3416274 • NACIONAL DE VALORES S.A. Tel. 2851852 • NACIONAL DE VALORES S.A. Tel. 2851852 • PROMOTORA BURSATIL S.A. Tel. 2352857 • SARMIENTO LOZANO S.A. COMISIONISTAS DE BOLSA Bogotá: Tel. 3347966 - Cali: Tel. 817457 • SUVALO COMISIONISTA DE BOLSA S.A. Tel. 2179200 • ULTRABURSATILES S.A. Bogotá: Tel. 2431175 - B/quilla: Tel. 456010 • UNIBOLSA S.A. Tel. 3410138.

Análisis Coyuntural

I. LOS CONFLICTOS DE LA POLITICA ECONOMICA

En este momento las autoridades económicas están persiguiendo los siguientes tres objetivos:

- 1) Reducir la inflación.
- 2) Mantener una tasa de cambio real estable, es decir, evitar reducciones abruptas en el tipo de cambio nominal y proseguir con el ritmo de minidevaluaciones, sin descartar un ajuste gradual de la tasa de cambio real en el largo plazo.
- 3) Realizar las inversiones en infraestructura física y en proyectos sociales propuestas en el Plan de Desarrollo, las cuales son el complemento indispensable para que las medidas de apertura del comercio exterior se traduzcan en la modernización de la economía.

Antes de analizar las relaciones entre estos tres objetivos, vale la pena hacer notar cómo el objetivo de crecimiento de la economía y el desempeño de la actividad económica en el corto plazo han desaparecido prácticamente del lenguaje de las

autoridades. El resultado de crecimiento de este año será un residuo de las demás variables que se están manejando con el objetivo de estabilización. Sin embargo, no debería olvidarse que hay diferencias entre los efectos de una y otra medida sobre la actividad económica que deben tenerse en cuenta. Por otro lado, debe tenerse en mente que el crecimiento en un año dado afecta la capacidad de crecimiento potencial de la economía. Son pocas las voces entre las autoridades económicas que han intentado establecer una relación directa entre el crecimiento y la reducción del superávit externo.

La búsqueda de los objetivos mencionados está dando origen en la coyuntura actual a tres conflictos centrales de política:

1. Tasa de cambio vs. déficit fiscal

Estos dos instrumentos sirven respectivamente, al segundo y tercer objetivo de la política mencionados arriba, los cuales, a simple vista, parecían ser relativamente independientes. El conflicto se puede resumir en que el financiamiento de un déficit fiscal se traduce necesariamente en un incremento

de reservas internacionales, ya sea directamente a través de crédito externo o indirectamente a través de la presión que ejercería el financiamiento interno sobre las tasas de interés domésticas, conduciendo por lo tanto a entradas adicionales de divisas.

Otra forma de ver el conflicto en forma simplificada es a través de los equilibrios macroeconómicos. Un superávit externo (ahorro externo negativo) requiere de un mayor nivel de ahorro interno, el cual puede darse ya sea en el sector privado, mediante un aumento en su ahorro (menos su gasto en inversión) o en el sector público, aumentando sus ingresos o reduciendo sus gastos. Si el sector público no se ajusta, se forzará necesariamente el ajuste sobre el sector privado a través de una mayor tasa de interés o sobre el sector externo a través de una caída de la tasa de cambio. Puesto que ninguna de las dos cosas es deseable, la mayor parte de la responsabilidad deberá recaer sobre el sector público.

Sin embargo, la forma en que se ha analizado esta relación, como la necesidad de generar un monto dado de déficit (o superávit fiscal) si se quiere lograr un nivel específico de la tasa de cambio real (el cual tiene implícito un monto de acumulación de reservas) resulta un poco simplista pues ignora los efectos reales de estas variables, que pueden modificar los resultados finales. Es así como un mayor gasto público impulsará la actividad económica, lo cual aumentará las importaciones y reducirá la acumulación de reservas, haciendo posible un mayor nivel de tasa de cambio.

Por otro lado, la composición del gasto público incidirá también sobre el crecimiento de las importaciones, modificando el grado de conflicto entre las dos variables. En este sentido resulta importante que se definan prioridades de gasto teniendo en cuenta este último efecto. Aunque, en general, el tipo de inversiones propuestas en el Plan de Desarrollo tienen un componente importado relativamente pequeño, la inversión en infra-

estructura es más intensiva en importaciones que el gasto en educación y salud. Sin embargo, el énfasis que se dé a uno de estos dos tipos de gasto depende también de consideraciones políticas y sociales y no sólo del criterio de la acumulación de reservas y el sostenimiento de la tasa de cambio. Las consideraciones de economía política, sobre cuál grupo de la población debe ser privilegiado, los exportadores o las clases más pobres, resultan extremadamente complejas. Además, no se puede sacrificar totalmente los objetivos de largo plazo en aras de la estabilización coyuntural, para los cuales son cruciales niveles suficientes de gasto social.

Una medida que contribuye a aliviar la contradicción entre el monto del gasto público y el nivel de la tasa de cambio real es, obviamente, que el ajuste fiscal no se dé sólo a través de recorte en el gasto sino de aumento en los ingresos. Esto es lo que se pretende con la reforma tributaria. Esta representa una forma de hacer la transferencia de recursos entre el sector privado, directamente beneficiado por el superávit externo, y el sector público. De la estructura final de la reforma dependerá que esta transferencia sea equitativa y que sean los sectores que están generando el superávit los que contribuyan a subsanar el déficit fiscal y no se grave en forma desproporcionada a otros grupos sociales.

Otra consideración que se debe tener en cuenta al analizar la relación entre las dos variables y que, al contrario de las anteriores, no contribuye a moderar el conflicto, es el efecto de la tasa de cambio sobre el nivel mismo del déficit fiscal. No puede olvidarse que el sector público deriva una parte importante de sus ingresos de las ventas de productos al exterior, y que el valor de estos ingresos en pesos se reduciría si cayera la tasa de cambio nominal. Aunque también es cierto que el gobierno tiene gastos en moneda extranjera, los cuales se abaratan con una revaluación, si el monto de los ingresos es mayor que el de los gastos el efecto neto de una revaluación será negativo sobre las finanzas públi-

cas. La cuenta corriente de la balanza de pagos del sector público fue superavitaria en 1990¹ y, según proyecciones preliminares, lo fue nuevamente en 1991 y posiblemente en 1992. Además, los ingresos por concepto de impuestos a las importaciones también se ven afectados por la tasa de cambio. Cálculos efectuados en Fedesarrollo teniendo en cuenta estos efectos, indican que una reducción de 10 puntos en la devaluación promedio aumentaría el déficit fiscal en cerca de 0.3 puntos del PIB.

Por último, el efecto del deterioro de la situación cafetera, que claramente resulta negativo para la situación fiscal, resulta neutro en términos del conflicto entre el déficit y la tasa de cambio, puesto que reduce simultáneamente el superávit externo. Sin embargo, este deterioro del componente externo de las finanzas del sector público implica la necesidad (para lograr las metas fiscales) de un mayor ajuste en el frente interno, parte del cual se logrará al interior mismo del FNC a través de la reducción del precio interno, pero también afectará a otros componentes del gasto.

Esta última consideración pone de presente un punto sobre el cual se ha insistido en otras entregas de *Coyuntura Económica*. Para todos los efectos de ajuste interno, tanto real como financiero, a través del balance fiscal, es solamente el componente interno del déficit fiscal el que debe considerarse, puesto que el externo es neutro en términos macroeconómicos. Si la meta fiscal se fija en términos del déficit público total sin considerar su origen, cualquier variación en el balance externo del sector público generará un sobreajuste en las finanzas internas, que son las que afectan la demanda agregada de la economía.

B. Tasa de cambio vs. acumulación de reservas

Aunque es claro que la acumulación de reservas

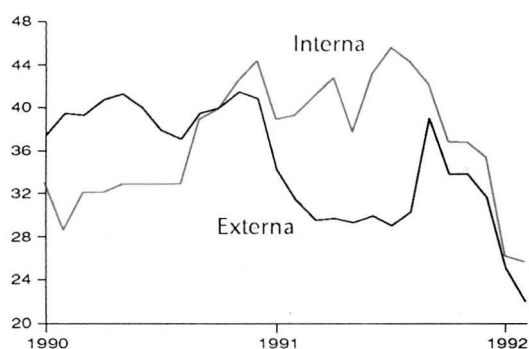
ejerce una presión para reevaluar la tasa de cambio, también es claro que ésta no se puede dejar caer al nivel de "equilibrio" al que la llevaría la actual avalancha cambiaria, puesto que existen consideraciones de largo plazo sobre el desarrollo del sector exportador y la competitividad de la economía que justifican la intervención de las autoridades. Sin embargo, hay factores estructurales —la fortaleza de nuestro sector externo en los próximos años— que apuntan hacia una tasa de cambio de equilibrio de largo plazo menor que la actual². El objetivo del manejo de la devaluación debería ser, entonces, una reducción moderada y estrictamente gradual del nivel de la tasa de cambio real en el mediano plazo. Sin embargo, dado nuestro sistema de manejo de la tasa de cambio, a través de minidevaluaciones, se presenta un conflicto entre este instrumento y el objetivo de frenar los flujos de divisas. Una desaceleración en el ritmo de devaluación aumenta la rentabilidad de los activos internos e induce así entrada de divisas, dificultando el proceso de reducción moderada y gradual de la tasa de cambio real. Paradójicamente una aceleración de la devaluación no aliviaría en forma apreciable los flujos de divisas en las circunstancias actuales, porque las expectativas de devaluación continúan siendo muy bajas —incluso puede generar una intensificación de las expectativas revaluacionistas, por inducir en encarecimiento artificial adicional del tipo de cambio—.

Entre las múltiples interpretaciones que se ofrecen para explicar el intenso ingreso de capitales al país, aparece como una razón más el diferencial de rentabilidades entre las inversiones en el país y en el exterior. Esta es, sin embargo, de lejos, la principal razón, como puede mostrarse con las estadísticas disponibles. En la parte superior del Gráfico 1 se muestra la evolución de las

² Véase el trabajo de Patricia Correa "Acumulación de reservas internacionales y ajuste macroeconómico en seis países exportadores", *mimeo*, FEDESARROLLO, 1991. Próximo a publicarse en un libro editado por FESCOL y FEDESARROLLO.

¹ Véase Patricia Correa y J.A. Rodríguez, "Implicaciones macroeconómicas de la composición del déficit fiscal" en *Coyuntura Económica*, abril 1991.

Gráfico 1A. RENTABILIDAD INTERNA Y EXTERNA (Enero 1990 - Febrero 1992)



Fuente: Banco de la República, Bolsa de Bogotá y cálculos de FEDESARROLLO

Gráfico 1B. FLUJO DE RESERVAS PRIVADAS Y DIFERENCIAL DE RENTABILIDAD (Enero 1990 - Febrero 1992)

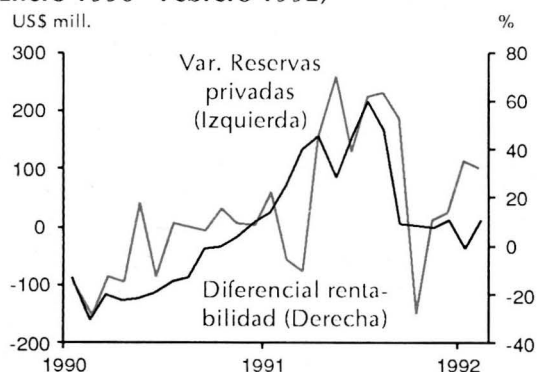
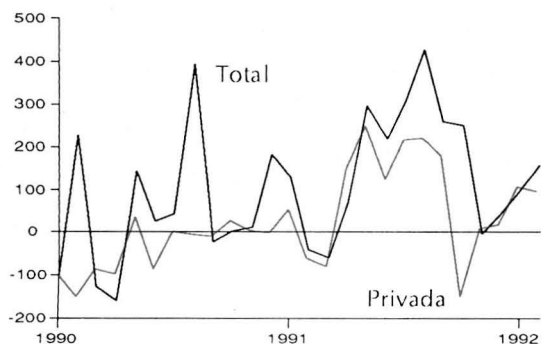


Gráfico 1C. FLUJO DE RESERVAS TOTAL Y PRIVADA (Enero 1990 - Febrero 1992)



Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO

rentabilidades interna y externa durante los últimos dos años³. Allí se ve claramente cómo desde octubre de 1991 el incentivo financiero de invertir en el país fue superior al externo. A pesar de los esfuerzos por reducir el diferencial de rentabilidades en los últimos meses del año, cuando se identificó el carácter autodestructivo de la política monetaria anterior, dicho diferencial no se pudo eliminar sino hasta el mes de enero del presente año, debido a la reducción simultánea de las tasa de interés externas. Sin embargo, en febrero se observó nuevamente una rentabilidad interna ligeramente superior.

En la segunda parte del Gráfico se relaciona la rentabilidad relativa de invertir en Colombia (rentabilidad interna/rentabilidad externa) con el flujo de divisas del sector privado exclusivamente⁴. De esta forma quedan aislados los efectos que sobre las operaciones cambiarias tienen en algunos meses los flujos de capitales del sector público, que obedecen a otras consideraciones.

Es muy clara la estrecha relación entre las dos variables, indicando que la avalancha de divisas al país obedece mucho más a criterios financieros que a factores tales como un súbito cambio en el comportamiento de los dólares del narcotráfico. Lo anterior no implica que alguna proporción de los recursos que han ingresado al país no pertenezca a las organizaciones de la droga. Lo que queda claro es que estos agentes también actúan con racionalidad económica.

No todo el aumento en el diferencial de rentabilidades se puede atribuir a la política

³ La rentabilidad externa se calcula como $((1+Libor)*(1+devaluación esperada)-1)$. Esta última variable se define simplemente como la devaluación mensual anualizada de la tasa de cambio oficial.

⁴ De los flujos de la balanza cambiaria se excluyeron las exportaciones de café, petróleo, carbón, ferróniquel, los intereses provenientes de la inversión de reservas así como los intereses pagados por el sector público, los ingresos y egresos de servicios diplomáticos y los flujos de capital del sector público.

interna de tasas de interés. La situación se agravó además por el desplome de las tasas de interés externas, lo que originó un retorno de capitales no solo a Colombia sino a casi todos los países de la región. Esta estrecha relación muestra el amplio grado de apertura de nuestro mercado de capitales, el cual posiblemente se vió aumentado a raíz de las reformas al estatuto cambiario.

El gráfico también muestra el impacto que sobre el flujo de capitales tuvo, en primer lugar, la medida de los plazos mínimos de giro impuesta a las importaciones en los primeros meses del año pasado, y después la revaluación de la tasa de cambio efectuada en el mes de octubre. Fuera de esos dos episodios, los flujos de capitales parecen haber obedecido casi exclusivamente a criterios de rentabilidad relativa. Debe notarse que los períodos en los cuales los flujos de capital han aumentado más que la rentabilidad relativa, como mayo y septiembre de 1991, han correspondido a períodos de expectativas de revaluación.

Con estos antecedentes, el gráfico es poco alentador para la situación actual. Aunque el diferencial de rentabilidades se mantuvo relativamente estable en enero y febrero de este año, los flujos de divisas privadas volvieron a acelerarse. En estos meses ingresaron algo más de US\$ 100 millones mensuales. Si esto es indicativo de nuevas expectativas de revaluación podemos estar regresando a una situación semejante a la de mayo y septiembre de 1991.

Otro resultado interesante del Gráfico 1-B consiste en que el criterio de formación de las expectativas de devaluación que parece ser el relevante para el cálculo de la rentabilidad externa es el de la devaluación mensual (anualizada) de la tasa cambio *oficial*, puesto que es la que muestra el mejor ajuste a los flujos de divisas. La devaluación del tipo de cambio libre resulta demasiado volátil para ser una buena referencia para la formación de expectativas, aunque es posible que en algunos

momentos intervenga en su determinación.

Puesto de presente el estrecho vínculo entre la rentabilidad relativa de los activos financieros internos y la entrada de capitales, volvemos a analizar el círculo vicioso en el que se encuentra sumida la política cambiaria. Es evidente la necesidad de reducir la rentabilidad relativa de los activos financieros internos. El mecanismo más obvio es una reducción adicional de las tasas de interés. Sin embargo, la posibilidad de lograr ésto cuando las tasas pasivas reales ya son prácticamente nulas, es cuestionable. El Banco de la República puede aprovechar su papel dominante en el mercado para reducirlas unos puntos adicionales a través de la tasa de captación de las OMAs, pero es baja la posibilidad de que el mercado financiero lo siga, cuando además existe el piso impuesto por la corrección monetaria del sistema UPAC, que baja sólo lentamente y que es 23.8% en la actualidad.

Sin embargo, por el lado de las tasas activas todavía habría bastante por hacer. Aunque no las incluimos en el análisis anterior de diferenciales de rentabilidad, estas tasas también resultan relevantes para los flujos de capitales puesto que afectan las decisiones de endeudamiento de los agentes, que puede hacerse en el país o en el exterior. La importancia de este factor se comprobó ampliamente desde finales de 1990 cuando la decisión de los importadores de aplazar sus pagos (financiarse en el exterior) se percibía como una de las causas de la acumulación de reservas y tuvo que ser enfrentada con medidas coercitivas.

La medida que se tomó recientemente (Resolución 7 de la Junta del Banco de la República), permitiendo el endeudamiento en el exterior de los particulares a plazos superiores a un año, pretende ejercer presión sobre el sistema financiero para que reduzca sus tasas de colocación enfrentándolo a la competencia externa. La bondad de esta medida debe evaluarse desde dos puntos de vista. Por un lado, el instrumento puede ser una espada de doble filo pues es posible que, mientras se reducen

las tasas de interés internas, suponiendo que sí lo hacen, se puede generar un ingreso adicional de divisas proveniente de endeudamiento externo privado, agravando el problema inicial. Además, la existencia de expectativas de revaluación puede hacer que cualquier reducción en las tasas sea insuficiente para desincentivar el endeudamiento externo y que se generen mayores flujos de divisas.

Por otro lado, está la capacidad de esta apertura financiera de bajar efectivamente las tasas de interés domésticas. Existen varias razones para pensar que las tasas no bajarán a los niveles internacionales. En primer lugar, los intermediarios financieros domésticos están sometidos a un conjunto de encajes e inversiones forzosas que aumentan sus costos y los pone en desventaja frente a los intermediarios en el exterior. Aunque este argumento no es cierto para los bancos comerciales que pueden —y deben— soportar los encajes e inversiones forzosas para compensar los rendimientos reales negativos que resultan de los efectos de la inflación sobre los recursos sin costo, sí lo es para los intermediarios financieros que no tienen cuentas corrientes. Estos, además, son precisamente los que podrían prestar a plazos mayores a un año y por lo tanto los que compiten directamente con los prestamistas externos. Este argumento no implica que no haya posibilidad de reducir el margen de intermediación a través de aumentos en la eficiencia. Lo que dice es que, aunque esto se logre, sus costos serán de todas formas superiores a los de los intermediarios extranjeros. Esto podría acarrear un serio riesgo para la estabilidad del sistema financiero cuando en el mediano plazo, los agentes empiecen a recurrir masivamente al endeudamiento en el exterior.

La Resolución 12 de febrero de 1992, que elevó el encaje a las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, no hace más que acentuar esta disparidad, precisamente para los únicos intermediarios que están en capacidad de prestar a largo plazo. Lo aconsejable sería acompañar la medida de la liberación del crédito externo con una reducción de los cos-

tos de los intermediarios financieros (diferentes a los bancos) para desincentivar el endeudamiento en dólares.

Por otro lado, el carácter oligopólico del sistema financiero hace que se pueda mantener un sistema dual de tasas de interés de colocación: una tasa menor y determinada por la competencia entre entidades para los grandes clientes, y una tasa fijada por colusión entre entidades financieras, que es la que aplica al común de los clientes. La primera de ellas posiblemente sí tenderá a reducirse con la apertura porque estos clientes tienen acceso al crédito externo. La segunda, seguramente se mantendrá inalterada por la existencia de los altos costos de transacción para las empresas medianas y pequeñas que limita su acceso al mercado externo.

Así las cosas, son pocas las posibilidades de que se reduzcan las tasas de interés activas y hay unos riesgos inherentes a la apertura generalizada al crédito externo. Esta limitación no hace más que acentuar la necesidad de que continúen disminuyendo las tasas de interés pasivas.

Aunque la necesidad de reducir las tasas de interés a los niveles mínimos posibles es clara si se quiere no sólo reducir el diferencial de tasas de interés sino cambiarle de signo, esto no será suficiente si prevalecen las expectativas de revaluación que se perciben actualmente. Por consiguiente, otro de los objetivos de la política cambiaria debe ser quebrar las expectativas de revaluación en el corto plazo. Es razonable suponer que éstas dependen de los siguientes factores: a) la devaluación efectiva de la tasa de cambio oficial, con alguna intervención del mercado libre; b) la magnitud de los flujos de divisas; y c) el stock de reservas internacionales. Con respecto al primer factor ya vimos que no sería creíble acelerar el ritmo de devaluación para afectar las expectativas. Los flujos de divisas, por su parte, dependen en forma circular de la rentabilidad, pero se podrían afectar con medidas administrativas tales como los plazos máximos de giro

o algún tipo de controles al ingreso de capitales, como ya han sugerido las autoridades con el argumento de evitar el lavado de dólares. Sin embargo, la efectividad de este tipo de medidas dependerá de qué tan grande se supone que sea el flujo de divisas que tiene origen en el tráfico de drogas.

Queda, por lo tanto, algún tipo de medida que reduzca el stock de reservas. Existe un relativo consenso de que el actual nivel de reservas acumuladas es excesivo para el país, no solo porque los niveles no tienen precedentes en su historia, sino porque son excesivos respecto al volumen del comercio internacional del país y a la capacidad del sistema financiero para absorber estos recursos. En la medida en que los agentes crean que el nivel es excesivo esperarán que la tasa de cambio se ajuste para evitar una mayor acumulación. Por consiguiente, si se reduce el monto de reservas mediante el uso de otros instrumentos, las expectativas de revaluación se reducirán.

Este objetivo podría lograrse rápidamente mediante el pago anticipado de deuda externa por parte del gobierno. Esta alternativa ha sido mencionada frecuentemente en los últimos meses pero no se ha concretado un mecanismo para hacerlo. Una forma clara para lograr este objetivo sin que tenga lugar ningún efecto sobre la situación monetaria y fiscal es mediante una conversión de deuda interna por deuda externa, como se describe en las notas de José Antonio Ocampo tituladas “Una propuesta para la conversión de deuda pública externa en deuda interna” publicadas en esta entrega de *Coyuntura Económica*. De los dos sistemas que se proponen, el más transparente lo constituye el otorgamiento de un crédito del Banco de la República al gobierno, con el único fin de que lo use para pagar deuda externa. El crédito se otorgaría en las mismas condiciones de los créditos externos correspondientes con el fin de que el sector público no tenga que incurrir en ningún costo adicional por realizar esta operación. Incluso podría ser denominado en dólares con el fin de que el sector público se beneficie de la reducción

de la tasa de devaluación. El efecto monetario de esta operación sería totalmente neutro puesto que el incremento en el crédito al gobierno se compensaría exactamente con la reducción de las reservas internacionales. Habría además un beneficio financiero neto para el sector público como un todo, que se ganaría el margen que se está perdiendo actualmente por tener reservas invertidas a tasas menores a las que se pagan por la deuda.

Esta operación se puede continuar haciendo en la medida en que se sigan acumulando reservas, con el fin de que el público perciba que hay un instrumento adicional al manejo de la tasa de cambio y a la esterilización monetaria a través de OMAs para enfrentar la acumulación de divisas. Si esto reduce las expectativas de revaluación, frenará los flujos de capitales y evitará tener que seguir diseñando nuevas medidas para enfrentarlos.

C. Medios de pagos vs. tasa de interés

En las secciones anteriores se enfatiza la conveniencia de reducir las tasas de interés y mantenerlas en niveles bajos con el fin de evitar el ingreso de nuevos capitales al país. Esta medida también tiene efectos favorables sobre la inversión privada — uno de los pilares del proceso de modernización de la economía— y contribuye a las metas de reducción de la inflación a través de su efecto sobre los costos. La Junta Directiva del Banco de la República fue clara desde los primeros días de su posesión sobre su intención de reducir las tasas de interés con el objetivo de reducir el ingreso de divisas, corrigiendo la política de esterilización a través de OMAs. Diversas declaraciones de miembros de la Junta han señalado además que se puede enfrentar el problema de acumulación de divisas con una política monetaria expansionista —consistente con la reducción de las tasas de interés— que apoye una reactivación de la economía y que conduzca a reducir el superávit externo. Sin embargo, la Junta no ha sido suficientemente clara en aceptar que la escogencia de la tasa de interés como el objetivo de la política monetaria

implica renunciar al objetivo del control de los medios de pago. El temor de que unas tasas altas de crecimiento monetario se traduzcan en mayor inflación, impide comprometerse cabalmente con el primer objetivo. Esto puede dejar al manejo económico en un punto intermedio en el que no se alcanza ninguno de los objetivos propuestos y debilita la credibilidad de la política de reducción de las tasas de interés, en perjuicio del objetivo de reducir los flujos de capitales, como se vió anteriormente.

Por diversas razones las autoridades monetarias deben evitar la adopción de medidas dirigidas a controlar el crecimiento de los medios de pago. En primer lugar, debe reconocerse que la oferta monetaria es en la actualidad totalmente endógena. La escogencia de la tasa de interés como la variable objetivo de la política monetaria implica abandonar totalmente el control de la oferta monetaria. Esta endogeneidad de la cantidad de dinero opera a través de la enorme acumulación de pasivos del público en forma de OMAs y Certificados de Cambio, cuya suma supera el monto de la base monetaria. Este stock de pasivos hace que la oferta de dinero se ajuste a las necesidades de liquidez del público, mientras que la autoridad monetaria no haga nada para no desviarse de su objetivo de tasa de interés. Puesto que la oferta se ajusta a la demanda, no hay posibilidad de que se generen excesos ni faltantes de liquidez que den origen a desequilibrios monetarios y eventualmente inflacionarios.

Así las cosas, si la oferta monetaria está creciendo a tasas altas, es la demanda la que está creciendo a este ritmo. Hay varias razones que sustentan este comportamiento. Una de ellas es el efecto de la reducción misma de las tasas de interés. Aunque entre los estudios que han analizado los determinantes de la demanda de dinero no existe acuerdo sobre la magnitud de la elasticidad a la tasa de interés, una breve revisión de algunos de ellos permite deducir que como consecuencia de una caída de los intereses de 46% a 26% la demanda

puede aumentar su ritmo de crecimiento entre 2.5 y 11 puntos en el corto plazo y entre 5 y 17 puntos en el largo plazo. Según estos estudios, la oferta monetaria podría crecer actualmente a un ritmo de entre 31 y 39% en el corto plazo.

Por otro lado, hay otro efecto que puede aumentar la demanda de dinero en el corto plazo, que resulta de la recomposición del portafolio de la riqueza financiera de los agentes⁵. Puesto que los inversionistas privados han estado en un proceso de reasignación de su portafolio, cambiando activos externos por internos, necesitan temporalmente de mayor liquidez mientras efectúan la recomposición de su riqueza financiera.

Además de las razones anteriores, la razón fundamental para no preocuparse por los efectos inflacionarios del crecimiento de los medios de pago es que, a diferencia de lo que sucedía anteriormente, éstos ya no son un reflejo de la evolución de la demanda agregada. En efecto, en la actualidad los medios de pago responden cada vez más a los flujos de capital y a operaciones puramente financieras, a diferencia de lo que sucedía en el pasado cuando el crecimiento monetario estaba asociado directamente al comportamiento fiscal y a la evolución de las importaciones y exportaciones, reflejando así directamente la situación de la demanda agregada. En la medida en que los cambios en la oferta monetaria están siendo determinados por operaciones financieras internacionales y cambios en la estructura del portafolio doméstico del sector privado, están cada vez más lejos de reflejar la situación de la demanda agregada.

⁵ Véase Eduardo Lora, "La velocidad de circulación y la demanda de dinero en el corto y en el largo plazo en Colombia", *Ensayos sobre Política Económica*, No. 18, Diciembre 1990. Allí se encuentra un efecto significativo de la riqueza financiera sobre la demanda de dinero en el corto plazo, que indica que el dinero opera como un depósito pasajero de parte de los cambios en el portafolio.

Hay varios ejemplos recientes de procesos similares al que vive la economía colombiana, caracterizados por un fuerte incremento en las reservas, los cuales no han resultado en un brote inflacionario, y en donde no hay una relación estrecha entre oferta monetaria e inflación, como estamos acostumbrados a creerlo los colombianos. El trabajo de Patricia Correa sobre el tema⁶, muestra claramente que el crecimiento de los medios de pago puede estar virtualmente desvinculado del crecimiento de los precios. Este es el caso de Corea, Singapur, Taiwan, México y Turquía en los años más recientes. Las lecciones de estos países indican que la acumulación de reservas se puede enfrentar sin consecuencias inflacionarias mediante la disciplina fiscal y la recuperación de la actividad económica (por sus efectos sobre las importaciones y sobre la demanda de dinero). Vale la pena citar una conclusión que saca el trabajo tras la observación de la experiencia de todos estos países: "En los países en los cuales el tipo de cambio sigue muy controlado o determinado por las autoridades para mantener la estabilidad cambiaria, los medios de pago se han vuelto totalmente endógenos y dependientes del movimiento de las tasas de interés externas y de las expectativas".

Si es tan frágil la relación entre los precios y la cantidad de dinero qué explicación hay para el reciente rebrote inflacionario?

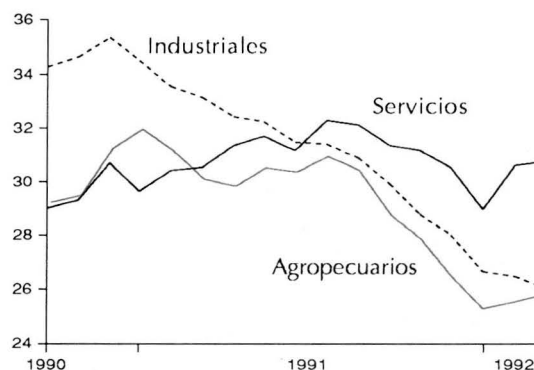
II. ORIGEN DE LA INFLACION RECIENTE

Los resultados del DANE sobre el comportamiento de la inflación en los dos primeros meses del año revivieron la preocupación sobre la posibilidad de frenar el proceso inflacionario en que ha estado sumido el país. Esta preocupación se había disipado en buena medida en diciembre cuando ya la mayoría de los precios estaban reduciendo su ritmo de crecimiento, y casi todos los factores apuntaban a que tal proceso seguiría adelante.

Las tasas de crecimiento de los precios en enero y febrero fueron mayores que las de los mismos meses del año pasado y sólo ligeramente inferiores a las de 1990. Sin embargo, el proceso inflacionario no tiene las mismas características que llevaron a que ese año fuera el de mayor inflación de las últimas décadas, y también difiere de lo que sucedía en los primeros meses del año pasado, arrojando un mejor pronóstico sobre la posibilidad de lograr, esta vez sí, una reducción significativa de la inflación.

El desglose de la inflación por tipos de bien, según los sectores de origen, es la mejor forma de ilustrar este punto. El Gráfico 2 muestra que el quiebre de la tendencia descendente de la inflación ha obedecido primordialmente al comportamiento de los precios de los servicios, especialmente en enero. Los productos agropecuarios también revirtieron su tendencia pero de manera mucho menos pronunciada. Los datos del Cuadro 24 de la sección de Indicadores Económicos de esta revista muestran que los precios de los servicios contribuyeron con 3.5 de los 7 puntos de inflación de estos dos meses, mientras que los productos agrícolas aportaron 2.1 puntos y los industriales 1.3.

Gráfico 2. INDICE DE LOS PRECIOS AL CONSUMIDOR POR SECTORES DE ORIGEN (Octubre 1990 - Febrero 1992)



Fuente: DANE y cálculos de FEDESARROLLO

⁶ Patricia Correa, op. cit.

Cuando se mira el origen del incremento en el rubro de servicios se destaca claramente el importante papel que jugaron los servicios estatales en su crecimiento. Estos contribuyen con uno de los 7 puntos. El incremento de estos precios (18%) fue muy superior este año al del mismo período de los dos años anteriores (14 y 13%, respectivamente). El ajuste de los precios de la energía eléctrica es definitivo en estos resultados. El transporte, que subió en enero, contribuyó con otro 0.8 a la inflación de los dos meses, mientras que el aumento en febrero de los precios de “enseñanza, cultura y esparcimiento”, contribuyó con otros 0.7 puntos. La localización de la inflación de estos meses en estos rubros es favorable para las perspectivas sobre su comportamiento durante el resto del año, pues estos aumentos son estacionales y no se repetirán con la misma intensidad en los otros meses del año. Además, estos incrementos corresponden en buena parte a decisiones de política y no reflejan presiones de demanda.

Es un poco más preocupante la evolución de los precios de origen agropecuario. Aunque en este caso son los productos avícolas y ganaderos —la carne, sus derivados y sustitutos— los que están aumentando sus precios en forma acelerada, se dio también un aumento en la inflación de los productos agrícolas sin procesar respecto al año pasado, como consecuencia del desabastecimiento de alimentos. Este hecho y las malas perspectivas que se tienen para la producción agrícola como consecuencia de la sequía, y para el abastecimiento de algunos productos básicos como el arroz, constituyen realmente el motivo de preocupación para la política antiinflacionaria. Nuevamente, sin em-

bargo, esta aceleración de la inflación de los bienes agropecuarios no obedece a presiones de demanda, y debe ser enfrentada no con políticas macroeconómicas sino con instrumentos de carácter sectorial.

Por último, el sector industrial, cuyos precios reflejan las condiciones de costos y las presiones de demanda en el mediano plazo, continúan su tendencia descendente. Los únicos rubros que muestran incrementos por encima del promedio general son el de bebidas, cuyos precios aumentaron fuertemente en enero, y el de papelería y publicaciones, que aumenta siempre en febrero, pero esta vez lo hizo mucho menos.

En conclusión, el repunte inflacionario de los dos primeros meses obedeció a factores estacionales, a la política de precios de los servicios públicos, y a condiciones estructurales de algunos mercados como el de la carne. Los dos últimos factores no se moderarán a lo largo del año pues, por un lado, no debe cederse en el empeño de eliminar los subsidios a los servicios públicos y, por otro, el ciclo de retención ganadera continuará. Sin embargo, los demás precios —industriales, otros servicios— sí continuarán su tendencia descendente. El principal riesgo de que no se logre reducir sustancialmente la inflación general en este año está en el abastecimiento de productos agrícolas. Por lo tanto, es a la política agrícola a la que debe darse la mayor responsabilidad en la lucha contra la inflación. La política macroeconómica deberá concentrarse, entonces, en la estabilización de la tasa de cambio y en la reducción de la tasa de interés con miras a asegurar la estabilidad de la economía.

III. COMPORTAMIENTO DE LA INDUSTRIA Y PERSPECTIVAS PARA 1992

A. Fuentes de crecimiento de la industria en 1991
El dinamismo de la actividad industrial, con tasas promedio de 42% entre 1986 y 1990, se vió bruscamente frenado en 1991. La producción industrial cayó 1.5% (excluyendo la trilla de café que lo hizo en 13%), según las proyecciones que se tienen. Los resultados del DANE hasta el mes de octubre confirman esta cifra, pues el índice de producción industrial cayó ese período en 1.6%. Sin embargo, el comportamiento de los diferentes sectores es bastante heterogéneo: mientras que los bienes de consumo se redujeron 2% y los de capital 8%, la producción de bienes intermedios aumentó 2.3% en los primeros 10 meses. A nivel más desagregado se encuentran sectores con crecimientos superiores al 15% y otros con caídas de 15%. Por consiguiente, los factores que incidieron sobre el comportamiento global del sector industrial lo hicieron de manera diversa sobre los diferentes tipos de producción, de acuerdo con las características estructurales de cada uno de ellos —su capacidad exportadora y su vulnerabilidad frente a las importaciones, en particular—.

Resulta interesante, para explicar el comportamiento de la industria el año pasado, identificar cuáles fueron las fuerzas que actuaron sobre ella y en qué dirección lo hicieron, y luego ver de qué manera estos efectos difirieron entre los diversos sectores. Con este fin se realizó un ejercicio de descomposición de las fuentes de demanda de la industria, según la conocida metodología de Chenery⁶. Este ejercicio muestra cuál fue la contribución al crecimiento total de la demanda interna, las importaciones y las exportaciones. El año 1991 resulta particularmente interesante en este sentido pues se registraron cambios importantes en el comportamiento de estas variables, especialmente las relaciones con el comercio exterior. El impacto

de la demanda interna, que no es predecible directamente, también puede ser analizado mediante esta metodología.

El ejercicio utiliza información preliminar para 1991, disponible en su mayoría solamente, hasta el mes de octubre. Los resultados indican que el crecimiento prácticamente nulo de la producción del sector industrial en 1991⁷ se explica, por un lado, por el efecto negativo de la demanda interna, el cual, por sí solo habría generado una caída de la producción de 6.15% (Cuadro 1). Este se vió contrarrestado por el efecto positivo de magnitud similar que tuvo la demanda externa. Las importaciones, por su parte, contribuyeron con una caída de sólo 0.38 puntos.

Este último resultado resulta notable por dos aspectos. En primer lugar, en un año de brusca apertura de importaciones se podía haber generado un proceso mucho más notorio de de-sustitución de importaciones. Por otro lado, resulta aparentemente paradójico que, a pesar de que el valor en dólares de las importaciones disminuyó —las de los sectores industriales incluidos en el ejercicio cayeron 6.8%— su efecto sobre la industria resultó negativo. Esto se explica porque su valor en pesos reales en muchos casos sí aumentó como consecuencia del bajo crecimiento o incluso caída de algunos precios de productos importados. Además, la reducción simultánea de la demanda interna dió origen al efecto mencionado de de-sustitución no obstante el poco dinamismo de las importaciones, porque alcanzó a elevarse ligeramente la relación entre importaciones y demanda interna. En algunos sectores este efecto fue bastante pronunciado.

La descomposición de la tasa de crecimiento industrial de 1990 muestra que en ese año la demanda interna había tenido un efecto positivo sobre la industria, mientras las importaciones sí la afecta-

⁷ Ejercicios similares se realizaron en *Coyuntura Económica*, en abril de 1985 y en

⁸ Las cifras de crecimiento agregadas no coinciden con las del crecimiento del PIB industrial por tratarse de variaciones de la producción bruta, no del valor agregado.

Cuadro 1. FUENTES DE CRECIMIENTO INDUSTRIAL

	Demanda Interna		Sustitución Importaciones		Exportaciones		Tasa de crecimiento ¹	
	90/89	91/90	90/89	91/90	90/89	91/90	90/89	91/90
Alimentos (sin café)	3.27	-6.26	-0.29	-0.33	2.73	2.16	5.71	-4.43
Bebidas	2.37	-4.13	0.04	2.03	0.13	-0.12	2.53	-2.23
Tabaco elaborado	-3.44	16.36	0.14	-1.24	-0.03	6.91	-3.33	22.03
Textiles, confec.y cueros	-0.69	-6.13	-1.57	-3.10	4.77	13.27	2.50	4.05
Madera y muebles	-0.56	-9.83	0.59	-0.31	1.53	7.90	1.56	-2.25
Papel e imprenta	3.32	5.11	0.15	-0.56	2.06	5.59	5.53	10.15
Químicos y cauchos	6.06	-6.56	-2.83	-0.11	1.72	10.64	4.96	3.97
Productos no metálicos	-5.54	-2.31	-0.02	-2.35	4.09	13.77	-1.47	9.11
Productos metálicos	2.41	-1.15	-0.12	-6.35	1.42	5.12	3.71	-2.38
Maquinaria y equipo	7.19	-14.37	-5.73	-4.34	1.67	13.52	3.13	-5.18
Material de transporte	4.21	-18.63	-11.55	0.82	0.51	2.69	-6.84	-15.13
Total ²	3.21	-6.15	-1.94	-0.38	2.37	6.83	3.64	0.29

¹ Las tasas de crecimiento sectoriales para 1991 se aproximaron usando los datos de crecimiento enero - octubre de la MMM del DANE. Los sectores de la clasificación CIIU - 3 se ponderaron para hacerlos compatibles con la clasificación sectorial de Cuentas Nacionales.

² Se excluyó el sector de refinados de petróleo.

Fuente: DANE y cálculos de FEDESARROLLO.

ron negativamente. El efecto positivo de las exportaciones en ese año fue modesto, pues generó un crecimiento de 2.4%. El contraste entre lo sucedido en los dos años permite apreciar claramente la sensible pérdida de dinamismo de la demanda interna el año pasado.

Como se mencionó anteriormente, la evolución de los sectores fue bastante diferente. Los sectores más afectados por la reducción de la demanda interna fueron el de maquinaria y equipo y el de material de transporte, que les significó una caída de su producción de 14 y 18% respectivamente, seguidos por el de químicos, el de textiles y confecciones, y alimentos y bebidas. Solo dos sectores recibieron impulso por parte de la demanda interna: el de papel e imprentas y el de tabaco (cuyos indicadores muestran todos crecimientos muy altos).

Las importaciones, por su parte, tuvieron un efecto negativo importante sobre el crecimiento en algunos sectores, a pesar de que su efecto agregado fue ligeramente negativo. Se destaca especialmente el efecto que tuvieron sobre el sector de productos metálicos y el de maquinaria y equipo. En este último caso la caída de la demanda interna fue proporcionalmente mayor, haciendo que aumentara el coeficiente de importaciones del sector, a pesar de que las importaciones en dólares cayeron en 13%.

Las industrias de textiles, confecciones, cuero y calzado también se vieron afectadas negativamente por las importaciones, pues en este caso éstas sí tuvieron un incremento positivo, incluso tanto en dólares como en pesos constantes. En realidad el aumento de las importaciones se dio sólo en los sectores de textiles y confecciones (35 y 28%

respectivamente, en dólares), pues las de cueros y calzado se redujeron.

Solamente en el caso de la industria de bebidas la fuerte caída de las importaciones (63%) contribuyó de manera significativa al desempeño del sector —aunque este efecto no alcanzó a compensar la caída de la demanda interna y el sector tuvo un crecimiento negativo de 2%—.

Las exportaciones, por su parte, fueron el factor definitivo para el crecimiento de la mayoría de los sectores. El sector de productos no metálicos debe su buen desempeño (9.1%) al dinamismo de sus ventas externas, lo mismo que el de textiles, confecciones y cueros. En papel e imprentas, las exportaciones reforzaron el efecto de la demanda interna, convirtiéndolo en el sector de mayor crecimiento de la industria (después del tabaco que logró un crecimiento de 22%). En el sector de maquinaria y equipo, aunque las exportaciones no tuvieron un valor muy alto, su fuerte crecimiento evitó que la producción registrara una caída aún más fuerte.

Así las cosas, el resultado de estancamiento de la industria en 1991 resultó de una evolución peculiar de las variables externas. Las exportaciones compensaron la caída generada por la demanda interna y las importaciones tuvieron un efecto casi neutro. Este diagnóstico no permite ser muy optimista respecto a la evolución de la industria en el presente año. Por un lado, la demanda interna continuará cayendo, por una diversidad de razones que incluyen el incremento en el IVA —superior al que se estaba proyectando—; la caída en los ingresos de los cafeteros; y el posible aumento en los precios relativos de los alimentos —que reduce la demanda por bienes industriales—. Las exportaciones crecerán a un ritmo mucho menor como consecuencia de la reducción de la tasa de cambio real y el CERT, mientras que las importaciones ahora sí empezarán a reaccionar y a desviar la reducida demanda interna hacia productos importados.

B. Inversión industrial

Todas las estimaciones preliminares de la evolución de los diferentes tipos de gasto de la economía durante 1991 indican que la inversión privada sufrió una reducción importante en ese año. Esto representa un revés importante en el proceso de internacionalización de la economía, cuyo éxito depende de la modernización del aparato productivo. Sin embargo, estas cifras son sólo preliminares y el margen de error puede ser significativo, pues la inversión privada es una de las variables sobre las cuales se tiene menos información actualizada.

Uno de los principales componentes de la inversión privada es la realizada en los sectores industriales. La sección especial de la Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO sobre el comportamiento de la inversión permite anticipar algunos resultados sobre su desempeño durante el año pasado y sobre los planes para éste. Según los resultados de esta encuesta el 33% de las empresas redujeron sus gastos de inversión respecto a los realizados en 1990 (Cuadro 2). Del 67% restante, un 40% registró incrementos inferiores al 25%, lo cual representa, aproximadamente, incrementos reales negativos. Un 27% de las empresas reporta que aumentó sus gastos de inversión en términos reales. El sector que muestra un mayor porcentaje de respuestas en este último rango es el de químicos (36%), seguido del de alimentos y bebidas (33%). Por otro lado, los sectores con los menores incrementos en inversión fueron el de minerales no metálicos y el de madera y muebles.

Los resultados sobre las variaciones de la inversión realizada resultan muy similares a los de 1990, el cual fue un año un crecimiento relativamente favorable para la inversión privada (según estimativos de Planeación creció 8% en ese año). Por consiguiente, según la encuesta, la inversión industrial no habría tenido en 1991 un retroceso tan grande como ha sido la impresión generalizada hasta el momento.

**Cuadro 2. CAMBIOS EN LA INVERSION EN 1991
(Porcentaje de Empresas)**

	Disminuyó	Aumentó		
		Total	0 - 25 %	Más de 25 %
Alimentos y bebidas	31	69	36	33
Textiles y confecciones	27	73	50	23
Madera y muebles	47	53	38	15
Papel e imprenta	27	72	45	27
Químicos	22	78	42	36
Minerales no metálicos	53	47	35	12
Metálicas básicas	50	50	25	25
Metalmecánica	39	60	39	21
TOTAL	33	67	40	27

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO.

Sin embargo, la información sobre el comportamiento de las importaciones realizadas, no da pie para pensar que la inversión industrial haya aumentado en forma importante en 1991. Las importaciones efectivas de bienes de capital para la industria hasta octubre muestran una caída de 12.7%. Las del rubro de maquinaria industrial, presentan una reducción aún mayor, del 22%, como se observa en el Cuadro 16B de la sección de Indicadores de esta revista. Este comportamiento de las importaciones efectivas contrasta abiertamente con la evolución de los registros de importación del INCOMEX, los cuales muestran un crecimiento en las importaciones de bienes de capital para la industria realizadas por el sector privado de 13% en 1991. Los registros de importaciones de maquinaria industrial, específicamente, crecen según esta fuente en 18.2%. En las cifras de registros, estos rubros son prácticamente los únicos que no registran caídas en 1991, junto con las de bienes de consumo del sector privado.

La diferencia entre los dos tipos de información señala que, si bien los industriales no realizaron inversiones importantes en maquinaria y equipo el año pasado, sí estaban a la espera de que se

despejara, el panorama económico para emprender proyectos de inversión, aprovechando el abaratamiento relativo de los bienes de capital importados gracias a la reducción de aranceles y a la revaluación real del tipo de cambio. Así los casos, la acumulación de registros de importación puede estar reflejando una serie de proyectos pendientes, que podrían realizarse cuando las condiciones sean favorables.

La encuesta revela, por otro lado, que un 43% de las empresas dedicaron sus gastos de inversión a introducir innovaciones tecnológicas y nuevos procesos de producción (Cuadro 3). Este porcentaje, sin embargo, representa una reducción frente a lo que reportaron las empresas en años anteriores, lo cual indicaría que, paradójicamente, la apertura habría frenado el proceso de renovación tecnológica de la industria. Sin embargo, algunos estudios⁹ indican que esta ha sido la experiencia en otros países que han realizado procesos similares de apertura, puesto que las empresas se dedican,

⁹ Perry Guillermo, *Apertura, Productividad y Cambio Técnico*, mimeo, FEDESARROLLO, 1992.

Cuadro 3. TIPO DE INVERSION EN 1991 (Porcentaje de empresas)

	Con cambio de tecnología			Sin cambios de tecnología		
	Sin aumento de capacidad	Con aumento de capacidad	Total	Reposición de maquinaria	Aumento de capacidad	Total
Alimentos y bebidas	14	33	47	33	19	52
Textiles y confecciones	32	21	53	32	16	48
Madera y muebles	8	8	16	58	25	83
Papel e imprenta	10	40	50	30	20	50
Químicos	18	21	39	32	29	61
Minerales no metálicos	29	18	47	35	18	53
Metálicas básicas	0	25	25	75	0	75
Metalmecánica	28	20	48	39	13	52
TOTAL	20	23	43	36	20	56

Porcentaje de empresas que ampliaron su capacidad: 43% (32 en 1990 y 38% en 1989).

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO.

en un período inicial, a aumentar su eficiencia mediante cambios organizativos más que de innovación tecnológica y fuertes inversiones de capital.

Según las respuestas de los empresarios (Cuadro 4), la inversión estuvo afectada el año pasado por

la falta de demanda (36%), en una proporción mucho mayor que la de años anteriores, confirmando los resultados de la sección anterior sobre el impacto negativo que tuvo la demanda interna sobre la industria. El otro factor desfavorable que sobresale en las respuestas es la falta de incentivos a las exportaciones. Definitivamente la incerti-

Cuadro 4. PRINCIPALES FACTORES DESFAVORABLES A LA INVERSION (Porcentaje de empresas)

	1988	1989	1990	1991
Demanda	23	28	25	36
Escasez recursos propios	14	11	10	10
Costos financieros desfavorables	11	13	10	4
Escasez de crédito	15	7	21	7
Relación precio costo	5	10	9	10
Desincentivos a exportaciones	4	9	5	11
Dificultad importar maquinaria	8	7	4	1
Protección inadecuada importaciones	5	5	6	8
Exceso de impuestos	5	4	3	5
Falta de innovaciones tecnológicas	2	1	1	2
Dificultades organizativas	1	1	2	2

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO.

dumbre sobre el nivel de la tasa de cambio y la reducción del CERT tuvieron un efecto negativo sobre el desempeño de la inversión. Esto estaría indicando que una proporción importante de las empresas que invierten lo hacen teniendo en mente el objetivo del mercado externo. La falta de crédito y de recursos propios no fue un impedimento particularmente importante para la inversión el año pasado, lo cual confirma que la estrechez crediticia se concentró sólo en algunos meses, pero no fue un fenómeno generalizado durante el año, y que las empresas lograron financiar sus inversiones sin mayores problemas. Por último, se percibe un ligero incremento en el porcentaje de empresarios preocupados por la protección frente a las importaciones, pero el impacto de este factor no es demasiado fuerte.

En cuanto a las expectativas y los planes de inversión de las empresas para el presente año, encontramos nuevamente que no hay gran variación en las respuestas respecto a las que evalúan su desempeño en 1991 (Cuadro 5). El porcentaje de empresas con incrementos reales en sus gastos de inversión es ligeramente menor al de 1991, lo cual implicaría un crecimiento incluso menor al del

año pasado. En cuanto a su composición por sectores, encontramos que el 91% de las empresas del sector de papel e imprentas aumentará sus gastos de inversión, la mitad de ellas presentando incrementos reales. El otro sector dinámico en su proceso de inversión será el de textiles y confecciones (el número de empresas que contestaron la encuesta del sector de industrias metálicas básicas es demasiado bajo para tener en cuenta estos resultados, que indicarían que el 100% aumentará sus inversiones). El sector de químicos también invertirá sumas mayores que las del año pasado, aunque los incrementos no serán muy grandes. Por otro lado, los resultados para el sector de minerales no metálicos indican que no se planean incrementos importantes en la inversión.

Los factores de incertidumbre que más están pesando sobre las decisiones de inversión para el presente año son, en primer lugar, el crecimiento de la demanda, seguido de la preocupación sobre la estabilidad de las normas gubernamentales (Cuadro 6). En estos dos casos, sin embargo, el porcentaje de respuestas se redujo respecto al año pasado. Otro factor de incertidumbre que se destaca es la tasa de cambio, y también se aprecia un

Cuadro 5. EXPECTATIVAS DE CAMBIOS EN LA INVERSION PARA 1992
(Porcentajes de empresas)

	Disminuirá	Aumentará	Aumentará de 0 - 25 %	Aumentará más de 25 %
Alimentos y bebidas	38	67	32	32
Textiles y confecciones	28	80	48	24
Madera y muebles	35	74	36	28
Papel e imprentas	9	91	45	45
Químicos	25	75	48	27
Minerales no metálicos	59	41	35	6
Metálicas básicas	0	100	75	25
Metalmecánica	37	63	38	27
TOTAL ESPERADO PARA 1992	33	67	43	24

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO.

Cuadro 6. FACTORES DE INCERTIDUMBRE PARA LA INVERSION

	1989	1990	1991	1992
Crecimiento demanda	37	36	40	37
Incentivos a exportaciones	5	10	7	9
Protección de importaciones	6	11	9	8
Posibl. de Import. insumos	8	6	4	3
Costos laborales	7	8	7	4
Tasa de cambio	9	9	4	10
Impuestos	2	3	4	6
Precios insumos	12	8	7	7
Avances tecnológicos	1	2	2	4
Normas gubernamentales	12	8	17	13

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO.

aumento en la preocupación sobre los factores tributarios. Estas dos respuestas captan la preocupación de los empresarios sobre los dos temas de política económica más importantes en el mo-

mento. Como van las cosas, estas fuentes de preocupación no se verán despejadas rápidamente, de forma que la inversión privada no tendrá un verdadero repunte en 1992.