

Análisis Coyuntural

La Cuenta Corriente

Su Portafolio de Servicios Financieros



Banco de Occidente

Análisis Coyuntural

I. PRODUCCION Y DEMANDA

El año de 1990 fue un año de sorpresas para la economía colombiana. No sólo empezó con el proyecto de apertura y modernización de la economía, que protocolizó el abandono del modelo de desarrollo predominante durante por lo menos las últimas cuatro décadas, sino que incluso éste se realizó a ritmos que en sus tímidos inicios se consideraban inalcanzables. Se amplió además este proceso de apertura comercial para abarcar también una ambiciosa reforma estructural de los principales sectores de la economía colombiana con el fin de sentar las bases para la modernización e internacionalización de la economía, cambiándose con ello varias de las características institucionales que habían regido durante las últimas décadas.

Por otro lado, las principales variables económicas tuvieron a lo largo del año comportamientos diferentes a las metas que se les había fijado y, en general, a la mayoría de las expectativas que se tenía sobre ellas. Esto fue particularmente cierto en el caso de la producción y la inflación, las cuales superaron las proyecciones originales. Las importaciones y exportaciones también tuvieron un comportamiento un poco diferente al que se

esperaba de ellas en un año de caída del mercado cafetero mundial y de liberación de importaciones.

El crecimiento de la producción durante 1990, aunque estuvo dentro de los rangos que había previsto FEDESARROLLO a principios del año, se situó en el límite alto de este rango —3.8%—, sobrepasando el crecimiento esperado por la mayoría de los analistas. En particular, al iniciar el año se esperaba alguna pérdida de dinamismo en el sector agropecuario no cafetero, que había alcanzado tasas relativamente altas de crecimiento en los dos años inmediatamente anteriores. Sin embargo, la producción agrícola creció nuevamente a tasas muy similares a las de 1987, 1988 y 1990. La producción cafetera, por su parte, mostró una capacidad de reacción mayor a la esperada, ante la necesidad de aumentar los volúmenes de exportación para enfrentar la nueva situación del mercado cafetero mundial.

En la industria —excluyendo la trilla de café—, se preveía un comportamiento poco dinámico pues, a pesar de que comenzó el año con bastante impulso, se esperaba que éste se agotara rápidamente, especialmente en el segundo semestre. Sin embargo esto no sucedió, y la industria mantuvo un ritmo de crecimiento sostenido durante todo el año,

como lo demuestran los indicadores presentados en la primera sección de esta revista. Por consiguiente, la tasa de crecimiento para el año completo superó ampliamente la que se proyectaba por parte del gobierno y otros analistas. Se calcula que esta tasa puede estar cercana al 4.5%. Por otro lado, el sector industrial dedicado a la trilla de café tuvo un crecimiento excepcional —19%—, debido al dinamismo de las exportaciones del grano, variable que, como ya se mencionó, superó los pronósticos.

El sector de la construcción, por el contrario, tuvo un crecimiento inferior al esperado, que no era muy optimista en todo caso. En efecto, FEDESARROLLO calcula que la actividad constructora pudo haber caído alrededor de un 10% en términos reales. La construcción privada tuvo con éste su tercer año consecutivo de caída. El número de metros cuadrados aprobados se redujo en un 16.1% respecto al año anterior. Por otro lado, la construcción pública, que se pensaba que podía imprimirle algún dinamismo al sector, pues los planes de inversión del gobierno eran bastante ambiciosos para el año, tuvo ritmos bajos de ejecución y su crecimiento real en el año completo fue seguramente bastante negativo, contribuyendo a la depresión del sector.

El sector comercial, por su parte, continuó estancado, pues su tasa de crecimiento no superó el 2.5%. El comercio minorista, en particular, continuó su tendencia recesiva de los dos años anteriores, pues presentó una caída en las ventas de 3.1% respecto a 1989, año en el que ya se había presentado una reducción absoluta en el nivel de ventas, aunque ésta fue menor (1.8%). Esta recesión comercial puede explicarse en buena proporción por la caída en el poder adquisitivo de los asalariados, ante la aceleración de la inflación. Aunque se menciona frecuentemente al terrorismo como la causa fundamental del deterioro de la situación del comercio, éste sólo pudo haber tenido algún efecto muy localizado, y apenas en algunos meses, especialmente durante 1989. El contrabando, por su parte, no ha tenido efectos desestimulantes sobre las ventas del comercio formal, aunque tal vez sí sobre algunos sectores en particular. Otro factor que no se puede descartar en

la explicación de la prolongada recesión del comercio es un efecto de tipo estadístico, en la medida en que los indicadores que se utilizan para medir su evolución estén captando solamente el segmento más tradicional del comercio formal y estén dejando de lado el comportamiento de nuevas formas y evoluciones del sector, tales como las ventas de fábrica, distribuidores directamente a domicilio, ventas ambulantes, etc, que pueden estar teniendo un comportamiento más dinámico, a costa del comercio tradicional.

El crecimiento del conjunto de la economía logrado en 1990, aunque supera al de 1989, se mantiene en el sendero de lento crecimiento que ha caracterizado a la economía colombiana en los últimos años. La distribución sectorial del crecimiento en el último año refuerza, además, el patrón observado durante toda la década, que se caracteriza por bruscas fluctuaciones en los desempeños sectoriales de un año a otro, sin ninguna tendencia estructural en ninguno de ellos. El sector cafetero, por ejemplo, que en los dos años anteriores había tenido significativas caídas en su producción, en 1990 se convirtió en el principal determinante del crecimiento. La industria tampoco muestra una tendencia clara de desarrollo, pues el crecimiento de 1990 representa sólo una ligera recuperación después de una etapa de estancamiento en 1988 y 1989. Los únicos sectores que muestran estabilidad en sus tasas de crecimiento —con un ritmo satisfactorio—, por lo menos durante la segunda mitad de la década del ochenta, son el minero y el agrícola no cafetero, lo cual refleja una cierta “primarización” de la economía colombiana. Sin embargo, ni siquiera ésta puede verse como una tendencia estructural de largo plazo, pues no hay nada que garantice su continuidad en los próximos años. El crecimiento futuro de la producción minera depende, en buena medida, de la actividad de exploración que se pueda realizar, mientras que el dinamismo de la producción agrícola está relacionado con las políticas sectoriales y otros factores exógenos. El vuelco que se le está dando actualmente a la política agropecuaria hace difícil prever su evolución en el futuro.

El análisis de las fuentes de demanda de la economía, con base en cifras preliminares para 1990, revela que el componente más dinámico del gasto fueron las exportaciones. Su valor en pesos constantes aumentó 10%, lo cual explica casi dos puntos de la tasa agregada de 3.7% (Cuadro 1). Al descomponer las exportaciones totales entre café y el resto de productos, se observa que una buena parte del crecimiento real de las exportaciones se debió al aumento en el volumen de exportaciones de café, las cuales contribuyeron, por sí solas, con 1.3 puntos al crecimiento global. Este sencillo cálculo pone en evidencia el papel crucial que jugó la actividad cafetera en 1990 para la economía colombiana.

Cuadro 1. FUENTES DE DEMANDA

	Participación en el PIB				Contribución al crecimiento	
	1987	1988	1989	1990	1989	1991
Consumo privado	69.2	68.9	68.2	67.4	1.5	1.6
Consumo del gobierno	10.4	11.0	11.1	11.2	0.4	0.5
Formación capital fijo	15.5	16.5	15.8	15.4	-0.2	0.1
Variación existencias	2.4	2.0	1.0	1.5	-1.0	0.5
Exportaciones	18.2	17.5	18.5	19.6	1.6	1.8
Café	5.2	4.2	4.6	5.7	0.5	1.3
Resto	13.0	13.3	14.0	13.9	1.1	0.5
Importaciones	-15.6	-16.0	-14.7	-15.1	0.8	-1.0
Total PIB	100.0	100.0	100.0	100.0	3.2	3.7

Fuente: DANE y cálculos de FEDESARROLLO.

Por el lado de la producción ya se vio la importancia de las altas tasas de crecimiento de este sector en la explicación del crecimiento de la oferta total. Este incremento de la producción se tradujo en un aumento nominal de los ingresos de los productores de café de 58.8%, a pesar de que el precio interno creció sólo 24.8%. El efecto inducido de este aumento en el ingreso real sobre el consumo fue bastante fuerte y puede explicar una buena proporción del crecimiento del 1.6% en el consumo privado.

Como se sabe, la influencia del ingreso cafetero sobre la demanda por bienes industriales es importante y tiene efectos sobre diversas ramas de la actividad manufacturera, pues no se dirige tan sólo a alimentos procesados y bienes de consumo,

sino que también se destina a la adquisición de bienes de consumo durables y a inversión. El hecho de que no se haya dado la esperada desaceleración de la actividad industrial en la segunda parte del año puede entenderse mejor cuando se tiene en cuenta el comportamiento del ingreso cafetero. El dinamismo de las exportaciones menores también contribuye a explicar el crecimiento en el consumo, pues sus efectos multiplicadores sobre el resto de la economía son significativos. A pesar de estos impulsos el consumo privado tuvo un crecimiento inferior al de la economía, con lo cual continúa su tendencia descendente en la participación en el PIB. Aunque en esta descomposición no se capta el efecto sobre el crecimiento de los cambios en precios relativos, que en años pasados fue muy importante, es de esperar que el encarecimiento relativo del consumo jugó un papel negativo sobre el crecimiento de la demanda, que compensó parcialmente el aumento generado por las exportaciones.

Otro elemento del gasto que tuvo tasas de crecimiento superiores al PIB fue el consumo del gobierno. Sin embargo, su contribución al crecimiento global no fue muy alta. La inversión, por su parte, tampoco le imprimió dinamismo a la economía el año pasado pues, a pesar de que la inversión privada posiblemente registró un crecimiento positivo, aunque un poco más lento que el de años anteriores (véase la siguiente sección), éste se compensó con la caída real de la inversión pública.

Las importaciones, por su parte, al aumentar su importancia relativa frente al PIB, tuvieron un efecto negativo sobre la demanda equivalente a 0.4 puntos del crecimiento. Sin embargo, los coeficientes reales de importación se mantuvieron aún en niveles inferiores a los de 1987 y 1988, no obstante el proceso de apertura de 1990.

En resumen, el crecimiento de la economía en 1990 fue moderado aunque mejor de lo que se esperaba, y estuvo impulsado por la capacidad de reacción de la producción cafetera ante las nuevas condiciones del mercado externo y por los mecanismos institucionales existentes que permitieron que no se

trasladara todo el deterioro del precio internacional de este producto al precio interno.

II. INVERSION PRIVADA

La encuesta realizada en el mes de enero por FEDESARROLLO a los industriales es una de las escasas fuentes de información para evaluar oportunamente el desempeño de la inversión durante el año pasado e indagar sobre las expectativas para el presente. Los resultados generales muestran que, a pesar de que la encuesta se realizó luego de la expedición de las medidas y los anuncios que podrían haber tenido más impacto sobre el clima para la inversión (el encaje marginal y las proyecciones de crecimiento), las expectativas de los empresarios no presentan un deterioro significativo frente a los resultados para el año pasado.

Los resultados del cuadro 2 muestran que la inversión industrial no sufrió una desaceleración significativa el año pasado, manteniéndose los indicadores en niveles relativamente parecidos a los del año anterior. Estos últimos, sin embargo, habían representado una ligera pérdida de dinamismo con respecto al favorable comportamiento de 1987 y 1988. La gran cantidad de medidas y cambios sufridos por la economía en 1990 no parecen haber tenido un impacto negativo sobre el desempeño de

la inversión en la industria.

El Cuadro 2 muestra que el 68% de las empresas tuvieron aumentos en sus gastos de inversión. Si se compara esta cifra con lo que afirmaban los industriales a principios del año 90, encontramos que estuvo ligeramente por debajo de las expectativas (72% esperaban aumentar su inversión) y sólo un poco por debajo de lo que sucedió en 1989. Sin embargo, los aumentos *reales* en los gastos de inversión seguramente fueron menores que los de años anteriores, puesto que las respuestas de las empresas se concentran en el rango de aumentos entre 0 y 25%, mientras que en las respuestas sobre aumentos nominales superiores al 25% se encuentra una sensible disminución frente a los resultados de 1989 (27% frente a 36%). Los sectores más dinámicos fueron los de minerales no metálicos y metalmecánica, aunque todos los sectores de bienes intermedios tienen un porcentaje alto de respuestas en el rango de aumentos superiores al 25%.

El tipo de inversiones que se realizaron se concentra en aquellas que no implican aumentos en la capacidad instalada (68% de las empresas) y entre éstas se dividen por igual entre las que introdujeron cambios tecnológicos y las que simplemente repusieron su maquinaria (Cuadro 3). En los años anteriores el porcentaje de empresas que ampliaron

Cuadro 2. CAMBIOS EN LA INVERSION EN 1990 COMPARADOS CON LAS EXPECTATIVAS (Porcentaje de Empresas)

	Cambios negativos en la inversión		Cambios positivos en la inversión			
	Esperados (a)	Realizados (b)	Esperados (a)	Realizados (b)		
				Total	0 - 25%	Más de 25%
Alimentos y bebidas	19	33	81	67	40	27
Textiles y confecciones	21	37	79	63	40	23
Madera y muebles	28	44	72	56	44	12
Papel e imprenta	16	37	84	63	32	31
Químicos	33	33	67	67	35	32
Minerales no metálicos	18	21	82	79	42	37
Metálicas básicas	41	51	59	51	13	38
Metalmecánica	35	23	65	77	53	24
TOTAL	28	32	72	68	41	27

(a) Según la Encuesta de enero de 1990.

(b) Según la Encuesta de enero de 1991.

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO.

Cuadro 3. TIPO DE INVERSION EN 1990 (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	25	24	49	44	7	51
Textiles y confecciones	32	11	43	39	18	57
Madera y muebles	31	8	39	38	23	61
Papel e imprenta	19	5	24	38	38	76
Químicos	43	13	56	22	22	44
Minerales no metálicos	19	14	33	57	10	67
Metálicas básicas	38	12	50	38	12	50
Metalmecánica	38	19	57	26	17	43
TOTAL	34	15	49	34	17	51

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

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO.

su capacidad de producción había sido un poco mayor: 38% en 1989 y 42% en 1988. Por otro lado, las empresas que introdujeron cambios en la tecnología de producción fueron el 49% de las encuestadas. En este aspecto, por el contrario, la tendencia en los últimos años ha sido positiva, pues es cada vez más alto el porcentaje de empresas que introducen cambio tecnológico. Esto representa una tendencia muy favorable hacia la modernización de la estructura productiva, aunque la falta de dinamismo de la demanda haya impedido que simultáneamente se aumente la capacidad de producción. Los sectores que más se destacan por la introducción de cambios tecnológicos son el metalmecánico y el de productos químicos.

Entre los factores que favorecieron el desempeño de la inversión el año pasado se destacan algunos de carácter estructural, tales como la capacidad organizacional de las empresas y la disponibilidad de innovaciones tecnológicas, al igual que la disponibilidad de recursos propios. Se encuentra, como sería de esperar, una reducción en el porcentaje de respuestas que consideran la adecuada protección frente a las importaciones (de 5 a 2%), pero aumentan los empresarios que se vieron favorecidos por la facilidad de importar maquinaria (de 4 a 8%).

En cuanto a los factores que los empresarios encuentran desfavorables para la inversión en la actualidad, encontramos que la falta de demanda

sigue siendo el más importante, aunque sorprendentemente, la preocupación por este factor disminuye (Cuadro 4). Se destaca, en segundo lugar, el efecto muy desfavorable que tiene la disponibilidad de crédito, pues la incidencia de esta respuesta pasó de 5% en 1990 a 20% en 1991. Los costos financieros, sin embargo, no aparecen como un elemento muy negativo para la inversión en el presente año. Esto coincide con los resultados de algunos estudios que señalan que entre los determinantes de la inversión tiene mayor importancia la restricción crediticia que las tasas de interés. La preocupación por las dificultades para importar maquinaria disminuye sensiblemente su nivel frente al de años anteriores, mientras que no se nota una preocupación adicional por la desprotección frente a las importaciones. La falta de

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

	1988	1989	1990
Demanda	21	30	24
Escasez recursos propios	13	10	10
Costos financieros desfavorables	11	13	10
Escasez de crédito	13	5	20
Relación precio costo	6	9	9
Desincentivos a exportaciones	4	8	4
Dificultad importar maquinaria	7	7	4
Protección inadecuada importaciones	6	5	6
Exceso de impuestos	6	4	3
Falta de innovaciones tecnológicas	2	1	1
Dificultades organizativas	1	2	2

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO.

incentivos a las exportaciones pierde también importancia en las respuestas de este año. Se puede afirmar, entonces que hay un efecto global favorable sobre la inversión de las medidas de política comercial tomadas el año pasado.

La información sobre los planes de inversión resulta particularmente interesante en esta coyuntura en que son tantos los cambios que se han dado que pueden incidir sobre las decisiones de inversión de los empresarios. En el Cuadro 5 se encuentra que las expectativas de cambios en la inversión para 1991 se presentan bastante favorables, pues el 71% de los empresarios piensan aumentar sus gastos de inversión, aunque predominan los que no van a tener incrementos reales en estos gastos. Entre el 25% de empresas que va a tener aumentos en la inversión superiores al 25%, se destacan las de los sectores de papel e imprentas y metalmecánica. Aunque de estas respuestas no se puede deducir el crecimiento aproximado de la inversión, sí podría afirmarse que su crecimiento real va a ser menor que el año pasado, aunque tal vez no demasiado. Resulta un poco sorprendente que los planes de inversión en este momento sean muy similares a los que reportaban los empresarios a principios del año pasado. Esto podría interpretarse nuevamente como un efecto positivo de las medidas de largo plazo sobre la inversión privada, que no alcanza a ser neutralizado totalmente por las medidas de ajuste de corto plazo.

Cuadro 5. EXPECTATIVAS DE CAMBIOS EN LA INVERSIÓN PARA 1991 (Porcentajes de empresas)

	Disminuirá	Aumentará	Aumentará de 0 - 25%	Aumentará más de 25%
Alimentos y bebidas	33	67	49	18
Textiles y confecciones	21	80	63	16
Madera y muebles	26	74	47	27
Papel e imprentas	25	75	40	35
Químicos	32	68	46	22
Minerales no metálicos	19	81	52	29
Metálicas básicas	25	75	50	25
Metalmecánica	32	68	35	33
TOTAL ESPERADO 1991	29	71	46	25
Esperado para 1990	28	72	45	27
Realizado en 1990	32	68	41	27

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO.

Sin embargo, en las respuestas sobre los factores de incertidumbre para la realización de las inversiones (Cuadro 6), se destaca la preocupación generada por las normas gubernamentales (17% de las respuestas). Por otro lado, respaldando las apreciaciones anteriores sobre la tranquilidad respecto a las medidas de apertura, se encuentra que hay menos incertidumbre que el año pasado sobre los incentivos a las exportaciones, sobre la posibilidad de importar insumos, e incluso sobre la protección frente a las importaciones.

Cuadro 6. FACTORES DE INCERTIDUMBRE PARA LA INVERSIÓN

	1989	1990	1991
Crecimiento demanda	40	38	39
Incentivos a exportaciones	6	10	7
Protección de importaciones	7	10	9
Posibl. de Import. insumos	9	6	4
Costos laborales	7	7	7
Tasa de cambio	9	8	4
Impuestos	2	2	4
Precios insumos	12	8	4
Avances tecnológicos	1	1	7
Normas gubernamentales	14	9	17

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO.

III. PRECIOS

La aceleración del ritmo inflacionario en 1990 representa la característica más sobresaliente y preocupante del desempeño de la economía colombiana. La inflación acumulada a diciembre alcanzó el inesperado nivel de 32.4%, cifra no superada a fin de año en los últimos 27 años. Como se ha analizado en entregas anteriores de Coyuntura Económica, los altos ritmos de inflación se han generalizado a todos los grupos de productos que componen el índice de precios. Esta tendencia se mantuvo e incluso se reforzó en los últimos meses del año pasado. En particular, la inflación de los alimentos, que se había mantenido en niveles inferiores a los del índice total, se aceleró a lo largo de todo el año, llegando en diciembre a ritmos de crecimiento similares a los del resto de bienes que componen el índice.

Sin embargo, hay que destacar el crecimiento por

encima del promedio de la inflación del grupo de “misceláneos” del IPC —37.3%—, donde se observan productos con crecimientos superiores al 50%, todos ellos de origen industrial. Las medidas de ajuste del sector público, que se tradujeron en aumentos de tarifas y precios públicos, también tienen parte en la explicación de la inflación reciente. Por ejemplo, el crecimiento de los precios de los servicios del Estado y del transporte fue de 46 y 48% respectivamente, contribuyendo entre los dos con 4.2 puntos al crecimiento total de los precios. Además de este efecto sobre el índice de precios, los ajustes de los precios públicos seguramente tuvieron efectos adicionales sobre los demás componentes del IPC, por su influencia sobre las expectativas. La concentración de los ajustes de tarifas en los últimos meses del año pudo haber contribuido a que la inflación de los meses de noviembre y diciembre fuera superior a la esperada. Sin embargo, el beneficio de estos ajustes en el mediano y largo plazo los justifica plenamente, a pesar de su efecto inflacionario en el corto plazo.

Otra medida del gobierno que seguramente contribuyó a la aceleración de los precios en los últimos meses del año fue la concentración de la política monetaria en las OMAs, debido a sus efectos sobre los niveles de las tasas de interés —las tasas activas estuvieron en niveles de alrededor del 45% durante el último trimestre—. Este aumento de costos tiene un efecto retroalimentador del fenómeno inflacionario que se intenta combatir.

Por otro lado, el anuncio de la puesta en marcha de un “Pacto Social” entre el gobierno, los empresarios y los trabajadores con el fin de controlar de una manera concertada el crecimiento futuro de los precios, pudo haber tenido algunos efectos nocivos sobre la evolución de la inflación. En primer lugar los anuncios se prolongaron durante varias semanas, sin concretarse la forma que iba a tomar este “Pacto Social”. Además, estos anuncios estuvieron acompañados de señales confusas sobre la posibilidad de imponer controles administrativos a los precios industriales y de establecer “castigos” a quienes incumplieran las metas. Esto generó seguramente un incremento “preventivo” de los precios de algunos sectores, con el fin de adelantar

las alzas que serían restringidas en el futuro.

La aceleración del proceso de apertura como mecanismo anti-inflacionario, si es que esa fue la justificación para la abrupta eliminación total de las restricciones cuantitativas, no tuvo ningún efecto inmediato favorable sobre el proceso inflacionario. El efecto del sector externo sobre la inflación no provenía del comportamiento de las actividades comerciales, ya que las importaciones crecieron a un ritmo satisfactorio a lo largo del año, a pesar de que los rezagos entre las diferentes fuentes de información incitaban a pensar lo contrario.

La reducción de los aranceles para unos productos específicos que estaban presentando crecimiento excesivos en sus precios pudo haber tenido un efecto de “amenaza” sobre los productores, pero seguramente incide muy poco sobre la desaceleración de la inflación, no sólo por la baja participación de estos productos en la canasta de consumo sino por los rezagos con que las importaciones se traducen en una mayor oferta doméstica de estos bienes.

El carácter inercial y los efectos de retroalimentación del proceso inflacionario reciente se captan con mucha claridad en la evolución de las respuestas a una pregunta de la Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO, que se refiere a las causas de los aumentos en los precios finales de los productos industriales (Cuadro 7). Según esta fuente, la causa predominante de estos incrementos fue el aumento de los costos de las materias primas nacionales, con una tendencia ascendente en el último año. En segundo lugar de importancia estuvo el aumento en los costos de las materias primas importadas, aunque con tendencia estable en 1990. El tercer elemento en importancia en la determinación de los incrementos en precios fue la previsión de futuras alzas en los costos. La tendencia de esta pregunta ha sido creciente, con un fuerte aumento de las respuestas a finales del año, lo cual revela la importancia cada vez mayor que adquiere el papel de las expectativas de inflación en los mecanismos de fijación de precios.

Así las cosas, el objetivo del gobierno de reducir drásticamente el ritmo de la inflación, empezando

Cuadro 7. PRINCIPALES CAUSAS DE AUMENTOS EN LOS PRECIOS FINALES DE (X) (Porcentajes)

	1989		1990			
	Septiembre	Diciembre	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre
a) Aumento en los costos de las materias primas nacionales	69	80	74	72	72	80
b) Aumento en los costos de las materias primas importadas	50	59	50	52	50	55
c) Previsión de alzas futuras de sus costos	30	30	28	36	35	45
d) Aumento en los salarios	25	58	47	26	23	59
e) Aumento en los costos financieros (intereses, comisiones)	8	18	10	12	10	14
f) Aumento de precios de los competidores	5	10	8	9	8	8
g) Alto nivel de la demanda	1	2	1	1	1	2
h) Aumento en los niveles de utilización de capacidad	1	1	2	1	1	1

Fuente: FEDESARROLLO, Encuesta de Opinión Empresarial.

con una reducción de 10 puntos porcentuales en el presente año, es una meta incuestionable. De no frenarse bruscamente la espiral inflacionaria en la que está inmersa la economía colombiana, se alcanzarían rápidamente niveles de inflación que harían inmanejable cualquier política económica.

Los aumentos de precios de 3% registrado en el mes de enero y 3.4% en febrero son ligeramente menores a los de los mismos meses del año anterior, lo cual representa un logro en sí mismo, puesto que demuestra que la acumulación de alzas de los últimos meses del año pasado no se reflejó en una aceleración adicional de la inflación en estos meses. Una mirada a los componentes del índice de precios muestra un cambio en la tendencia con que venían creciendo algunos de éstos, en particular los bienes industriales, lo cual, aunque es un poco pronto para juzgar, sí representa un éxito parcial en la lucha contra la inflación.

IV. POLÍTICA MONETARIA Y FISCAL

La política anti-inflacionaria del actual gobierno se basa en tres puntos fundamentales: restricción monetaria, equilibrio fiscal y reducción de las expectativas a través de la credibilidad de los anuncios sobre las metas monetarias, fiscales y sobre el "Pacto Social". En cuanto a la política monetaria, el énfasis ha pasado de una política de control de la expansión primaria a una de restricción del crédito con el fin de afectar la demanda

agregada. Sin embargo, si se acepta que el diagnóstico más objetivo de la inflación muestra que ésta no está siendo generada por la demanda sino por las presiones de costos, perpetuadas por un sistema cada vez más eficiente de indización, el intento de reducirla a través del control de la demanda requerirá de un ajuste más fuerte de la actividad económica.

El principio que domina la política fiscal es el de que el equilibrio fiscal perfecto elimina totalmente la presión del sector público sobre la economía, tanto en el ámbito real como en el monetario y, por consiguiente, se evitan las presiones inflacionarias que habían venido generando la inflación actual. Sin embargo, debe tenerse en cuenta la composición actual y futura del déficit fiscal con el fin de plantearse los objetivos macroeconómicos correctos.

La falta de credibilidad en la posibilidad de lograr algunos de los objetivos de la política económica, así como los efectos "perversos" que algunas de las medidas pueden estar teniendo, debilitarían el tercer pilar —la reducción de las expectativas— de la estrategia anti-inflacionaria. Por otro lado, el conjunto de la política descuida el efecto de algunas presiones de costos (tasas de interés, IVA) que, generadas por las políticas adoptadas, pueden perjudicar el objetivo final.

Por último, hacer compatibles las medidas

necesarias para el inevitable ajuste de corto plazo de la economía con los ambiciosos, y también necesarios, objetivos de largo plazo, no es una tarea sencilla. Sin embargo, deben establecerse con claridad las prioridades del momento, puesto que necesariamente deberá sacrificarse temporalmente alguna de las dos metas. El intento de satisfacer dos objetivos puede llevar en algunos casos a inestabilidad en la política, lo cual limita la eficacia de cualquier medida e incide fuertemente sobre la credibilidad.

A. Política monetaria

La aceleración simultánea de los medios de pago y los precios desde los primeros meses del año llevó a las autoridades a concentrar buena parte de sus esfuerzos en el control a la expansión monetaria que, a su vez, provenía claramente de la acumulación de reservas. En efecto en abril, que es el mes en el que se empezó a revertir la tendencia de crecimiento acelerado de los medios de pago, éstos estaban creciendo a ritmos de 31% anual. A partir de entonces se comenzó a aplicar una política especialmente activa de colocación de Operaciones de Mercado Abierto (OMAs), con el fin de controlar la expansión. Esta política se mantuvo hasta finales del año, con un efecto sensible sobre las tasas de interés, las cuales aumentaron continuamente desde entonces, presionadas por la alta rentabilidad que ofrecían los papeles del Banco de la República. La cartera de los intermediarios financieros, sin embargo, fue bastante dinámica hasta el mes de junio, por lo cual la actividad productiva y la inversión no se vieron afectadas por falta de recursos de crédito, por lo menos hasta el tercer trimestre del año. Esta situación cambió en los últimos meses, cuando la restricción crediticia empezó a sentirse en las actividades productivas. El aumento de los costos financieros, sin embargo, sí empezó a afectar desfavorablemente la actividad inversora desde mediados del año (véase el Cuadro 5 de la sección de Indicadores).

El conjunto de medidas de restricción monetaria permitió reducir el crecimiento de los medios de pago a un ritmo de 25.8% al finalizar el año.

La acumulación de reservas, origen del problema monetario, se produjo como consecuencia de la conjugación de varios fenómenos. Por un lado, el favorable comportamiento de las exportaciones, especialmente las menores. Por otro, la disminución de los giros por pagos de importaciones, que se retrasó frente al comportamiento de las importaciones de bienes. Si los giros hubieran crecido a una tasa, por ejemplo, del 10% respecto a sus valores del año anterior, encontramos que prácticamente habría desaparecido toda la acumulación de reservas que se dio en los primeros ocho meses del año. Por último, buena parte de la acumulación de reservas puede atribuirse al sector público a raíz de sus operaciones externas superavitarias y de los desembolsos de los créditos externos. Aunque el efecto monetario de parte de estas reservas se neutraliza, de todas maneras tienen un efecto neto positivo, generado por el servicio de los intereses de los títulos que se colocan para congelarlas¹.

Vale la pena detenerse brevemente en un análisis del comportamiento de las importaciones, el cual dio lugar a mucha confusión durante el año pasado e incluso motivó diagnósticos equivocados sobre la causa del crecimiento de las reservas. Las importaciones efectivas, según las Aduanas crecieron a ritmos altos, cercanos al 20% durante el primer trimestre del año, aunque inferiores en los dos trimestres siguientes. En los últimos meses del año se observó nuevamente un comportamiento más dinámico, con lo cual el crecimiento acumulado de las importaciones fue de 11.5%. La reducción que registró el indicador de licencias de importación aprobadas por el INCOMEX, unido a la desaceleración en el crecimiento según los manifiestos de aduana en el segundo y tercer trimestres, dio lugar a la afirmación generalizada de que las importaciones no reaccionaron debidamente a la apertura y de que ésta estaba teniendo un efecto perverso, generando un cierre de la economía y, por consiguiente, complicando el

¹ Para el detalle de esta contabilidad y la cuantificación de estos efectos, véase Correa y Rodríguez, "Implicaciones macroeconómicas de la composición del déficit fiscal", en esta entrega de *Coyuntura Económica*.

manejo monetario. Es posible que se hubieran hecho algunas proyecciones exageradas sobre el crecimiento de las importaciones para 1990, pero el balance final de su comportamiento revela que éstas tuvieron un dinamismo "normal", teniendo en cuenta el ritmo relativamente lento de crecimiento de la demanda y el aumento en el costo real de los bienes importados por efecto de la devaluación. Posiblemente la introducción de mecanismos confusos como las encuestas arancelarias y la expectativa de reducciones arancelarias generaron algún rezago en las importaciones durante algunos meses, que parece haberse recuperado en el último trimestre.

La explicación del retraso de los pagos por importaciones, a lo cual se remontaría, entonces, la causa de la acumulación de reservas no está del todo clara y requiere de un estudio más detallado. Sin embargo, hay varias hipótesis que pueden contribuir, en mayor o menor grado, a esta explicación. En primer lugar, los bajos niveles de las importaciones en 1989 deben reflejarse, con un rezago, en los giros correspondientes. Esto puede explicar lo que ocurrió en los primeros meses del año. Por otro lado, se ha venido dando un cambio relativo en la estructura de importaciones desde finales de 1989 y especialmente durante 1990, generado por un crecimiento más rápido que el promedio de las importaciones de bienes de capital e importaciones oficiales —con una alta participación de las importaciones de equipo militar— las cuales se financian generalmente a mediano y largo plazo. Se dieron también incrementos muy importantes en las importaciones de combustibles, cuyo pago no se hace con cargo a las reservas. Estas modificaciones explicarían que se redujera la relación entre manifiestos y giros y que se alargaran los rezagos.

A pesar de que el aplazamiento de los giros implicaría un aumento en el endeudamiento de corto plazo, se encuentra, sorprendentemente, que durante el primer semestre del año pasado, el saldo de las líneas de crédito de corto plazo registradas en el Banco de la República (Artículo 132) y el crédito de los bancos corresponsales a los bancos nacionales se redujo en US\$ 100 millones. Lo anterior permite

pensar que una parte de los pagos por importaciones se hicieron utilizando dólares del mercado extralegal. La magnitud de este fenómeno ha sido reconocida por las autoridades, al permitir que las importaciones pagadas sin haber realizado los trámites cambiarios puedan acogerse al saneamiento fiscal de activos poseídos en el exterior (Decreto No. 549 de enero de 1991). Todo lo anterior revela que es necesario profundizar más en los determinantes de estos flujos y en los sistemas de financiación de importaciones pues, cómo se vió en 1990, pueden introducir una alta dosis de incertidumbre que es nociva para el manejo cambiario y monetario.

Volviendo a la política monetaria, sólo hasta noviembre se optó por recurrir a instrumentos diferentes a las OMA para controlar el crecimiento de los medios de pago. Así, se aumentó un punto a la tasa de encaje de los bancos, con el fin de reducir la oferta monetaria sin presionar directamente el mercado de títulos. En el frente cambiario se tomaron otras medidas para atacar, ahora sí directamente, la fuente de expansión de la base monetaria. Una de éstas fue la emisión de certificados de cambio redimibles a 80 días para las exportaciones de servicios. El efecto de esta disposición fue la generación de una sobreoferta de divisas en el mercado negro, provocándose un amplio diferencial negativo entre esta tasa y la oficial. Esta medida fue desmontada sólo dos meses después de haberse dictado. Sin embargo, su efectividad para reducir el ingreso de divisas quedó comprobada a través de los sensibles efectos que tuvo sobre el mercado negro.

La medida más importante, sin embargo, fue el establecimiento de un plazo máximo de tres meses para los giros por importaciones, después de la fecha voluntariamente manifestada. Como lo señalan todas las experiencias del pasado, ésta es una medida efectiva para reducir la acumulación de reservas, aunque obviamente afecta financieramente a los importadores, especialmente en una coyuntura de restricción crediticia interna y altas tasas de interés. El efecto retroactivo que se le dio en su reglamentación implica un cambio en las reglas del juego para los importadores que puede, a la

larga, generar desconfianza en la estabilidad de la política económica. Con todo, debidamente reglamentada, es una medida eficaz, puesto que ataca directamente el origen del problema monetario sin crear distorsiones en otros frentes.

Sin embargo, ante la fuerte presión de los importadores afectados, la medida se suavizó, inicialmente sólo para las importaciones de bienes de capital, pero más adelante se amplió a todos los tipos de importaciones al dársele la posibilidad de acogerse a las normas de saneamiento de capitales en el exterior. Con esta última medida, no sólo se premia a los importadores que habían incurrido en infracciones del régimen cambiario, sino que se le resta parte de la capacidad de la medida original para acelerar los giros en el corto plazo.

En estas últimas medidas se hace evidente la contradicción que existe necesariamente entre los objetivos de estabilización de corto plazo y el objetivo de internacionalización de la economía. El aplazamiento en la monetización de los ingresos por exportaciones, aunque resulta efectivo para los objetivos de corto plazo, es inconsistente con las metas de largo plazo. La medida de los plazos máximos de giro, implica, por otro lado, la imposición de una restricción a las compras externas al mismo tiempo que se estaba buscando liberar las importaciones y suprimir los requisitos para efectuarlas. La eliminación de los depósitos previos a las importaciones es consistente con la apertura, pero va en detrimento de la política monetaria. La reducción de la tasa de devaluación puede también perjudicar el objetivo de fomento a las exportaciones, aunque la reducción de la inflación interna y la inflación internacional dan margen para una reducción de ésta sin afectar el nivel actual de la tasa de cambio real, el cual es adecuado. Por otro lado, la liberación de un segmento del mercado cambiario facilita la entrada de capitales, lo cual complica el manejo monetario de corto plazo. En términos generales, el objetivo de largo plazo de liberalizar el funcionamiento del sector externo, tanto comercial como cambiario, va eliminando instrumentos útiles para el manejo de corto plazo, los cuales se habían utilizado con bastante efectividad en el pasado.

Ante esta encrucijada en la escogencia de instrumentos para lograr uno u otro objetivo, debe tenerse total claridad sobre la prioridad que se le atribuye a cada uno. Consideramos que el control de la inflación es inaplazable, por lo cual deberían adoptarse —y mantenerse— las medidas que lo favorezcan. Lo que se ha logrado en materia de apertura es muy significativo, y el costo de aplazarla un poco no es demasiado grande —a no ser que se piense que la apertura es un instrumento anti-inflacionario eficiente en el corto plazo—. La falta de claridad en las prioridades, o las diferencias que sobre ellas existen entre las autoridades, llevó a esta inestabilidad en las decisiones, que resulta perjudicial para ambos objetivos.

Debe anotarse, además, que algunos de los instrumentos utilizados para el control monetario y la reducción de la inflación pudieron haberse autoderrotado parcialmente. Este es el caso de la colocación de OMAs a altas tasas de interés que, por su efecto sobre los rendimientos financieros de todo el sistema, generó incentivos adicionales a financiarse externamente y, por lo tanto, a retrasar los giros y acelerar los reintegros por exportaciones. Además, el pago de estos intereses genera emisión monetaria que reduce el efecto contraccionista de este instrumento. La reducción del ritmo de devaluación que se dió durante algunos meses incentivaba también el ingreso de capitales.

Aunque esta avalancha de medidas logró reducir el crecimiento de los medios de pago de cerca del 30% en noviembre a 25.8% a finales de diciembre, los resultados de la inflación acumulada para 1990 superaron las expectativas más pesimistas. Estas circunstancias instaron a las autoridades a tomar medidas aún más drásticas de control monetario, sin dar mucho tiempo a que las anteriores operaran. Se impuso, así, un encaje marginal de 100% sobre las exigibilidades de todos los intermediarios financieros, excepto las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, a partir del 1o. de enero de 1991. Con esta medida se pretendió dar un tratamiento de choque con el fin de acelerar el proceso de reducción de la inflación en los primeros meses del año y quebrar las

expectativas inflacionarias. Sin embargo, simultáneamente se eliminó la medida de los certificados de cambio para las exportaciones de servicios.

La extensión de la medida del encaje marginal a todas las exigibilidades del sistema financiero y no sólo a las cuentas corrientes puso en claro que su objetivo no era el control de la expansión monetaria —ésta, de hecho, ya se había logrado reducir a finales del año pasado y había continuado haciéndolo en enero— sino la reducción de la demanda agregada a través del control del crédito². Su efecto sobre la actividad productiva, por consiguiente, será mucho más directo, aunque difícil de predecir.

La decisión de exceptuar las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, con el argumento de no perjudicar más a un sector ya en crisis, seguramente no tendrá ningún efecto reactivador sobre el sector de la construcción, pues sus problemas están más por el lado de la demanda y de la asignación de los recursos que de la disponibilidad de crédito. Además, la excepción del sector no comercializable por excelencia resulta contraria al objetivo general de internacionalización. Lo que sí se va a lograr con esta excepción es congelar más recursos a través del FAVI lo cual contribuirá al control monetario y, en este sentido, es consistente con la política de ajuste.

El efecto de la medida del encaje marginal sobre la actividad económica en general es difícil de evaluar con precisión, pues dependerá de la capacidad de respuesta del mercado extrabancario para suplir las necesidades de financiamiento del aparato productivo. La situación de recursos propios de las empresas y la capacidad de circularlos entre ellas sin pasar por el sector financiero será también un elemento importante para determinar en qué medida se afecta la capacidad productiva. Puesto que la duración de la medida es incierta, y se mantienen algunos canales para dirigir crédito para inversión, por ejemplo a través de los recursos de

redescuento y el ingreso de capitales del exterior, el efecto de la medida sobre la inversión es también difícil de cuantificar. Sin embargo, su influencia sobre el clima para las decisiones de inversión es de todas maneras perjudicial, al añadirle un elemento más de incertidumbre al panorama económico y político para el presente año. El efecto negativo sobre la actividad agropecuaria se ha tratado de minimizar, al aumentar la disponibilidad de recursos de redescuento a través de Finagro, y al permitir que los recursos propios de los bancos que se dirijan a esta actividad estén exentos de la norma del encaje. Otro efecto de esta medida, que incidirá sobre el desempeño de la economía, será su incidencia sobre la demanda de consumo, especialmente de bienes de consumo durable.

La consecuencia inmediata de la medida del encaje marginal del 100% ha sido la reducción de las tasas de interés pasivas del sistema bancario en cerca de tres puntos, puesto que no hay ningún incentivo para los intermediarios para captar recursos que deberán congelar en su totalidad. Sin embargo, ante la presión por los recursos escasos de crédito, las tasas activas han mantenido sus altísimos niveles, incrementándose con ello el margen de intermediación de los bancos a más del 11% (véase la sección de Indicadores). A pesar de la reducción observada en algunas tasas de captación, las tasas ofrecidas por los papeles del Banco de la República seguían hasta marzo en niveles superiores al 44%, lo cual indica que se mantiene la presión por los recursos escasos en el mercado financiero y que la restricción crediticia está generando, como era de esperar, un aumento en las tasas de interés en otros mercados. Puesto que el mercado de crédito encuentra de alguna manera un campo para operar, el efecto de una medida de este tipo para restringir el crédito podría no tener un efecto muy sensible sobre la reducción de los medios de pago.

De hecho, un efecto de la restricción excesiva del crédito ha sido el ingreso de capitales provenientes del exterior con el fin de satisfacer las necesidades de financiamiento de las empresas. Lo anterior se capta claramente a través del comportamiento durante el mes de enero —que se mantuvo también en febrero— de varios rubros de la balanza

² Para una comparación entre las características de esta medida y la adoptada en 1977, véase: "Encaje Marginal: la Moda Retro", en *Carta Financiera*, Ene.-Feb. 1991.

Cuadro 8. **BALANZA CAMBIARIA**

	Enero\90	Enero\91	Variación %
Exportaciones	301.0	450.1	49.5
Mineras	47.9	128.8	168.9
Otras	155.0	220.3	42.1
Importaciones	331.1	316.1	-4.5
Ingresos Servicios y Transferencias	110.7	217.8	96.8
Intereses	20.3	19.7	-3.4
Turismo	7.4	29.9	304.1
Servicios Personales	28.4	69.8	146.1
Transferencias	39.2	67.7	72.6
Otros ¹			
Egresos de Servicios	142.3	137.4	-3.5

(1) Incluye salarios, servicios oficiales, regalías y "otros".

Fuente: Memorando Junta Directiva Banco de la República.

cambiaria, como se observa en el Cuadro 8. En particular, los ingresos de servicios a través de los cuales puede canalizarse la entrada de capitales — en particular turismo, servicios personales y transferencias — están aumentando en unas proporciones muy importantes. El dinamismo de los reintegros por exportaciones ha reforzado el ingreso de divisas generado por la cuenta de servicios, mientras que los giros por importaciones tuvieron nuevamente una caída en el primer mes del año³. Aunque éstos podrían empezar a reaccionar en el corto plazo como respuesta a las medidas tomadas en este sentido, es claro que el conjunto de la política monetaria puede generar efectos contrarios a los que se están buscando en el frente cambiario.

B. Política fiscal

La política fiscal estuvo encaminada durante 1990 a reducir el desequilibrio de las cuentas fiscales, continuando el proceso que se ha venido dando en forma más o menos continua durante los últimos años. Este ajuste ha adquirido especial preeminencia entre los objetivos del actual gobierno, puesto que se le atribuye al desequilibrio

³ Aunque el comportamiento de un solo mes no es suficiente para captar la intensidad de esta tendencia, la comparación con el comportamiento de la balanza cambiaria en enero de 1990 muestra que las tendencias son totalmente opuestas: en ese entonces estaban cayendo los ingresos tanto de bienes como de servicios.

fiscal una buena parte de la responsabilidad de la inflación. En efecto, en las explicaciones oficiales y de diversos analistas sobre los resultados inflacionarios de 1990 se destaca siempre el efecto de los altos niveles del déficit, no sólo en los años anteriores, sino en particular en los primeros meses de este año. Incluso se le ha atribuido al déficit del primer semestre de 1990 la inesperada aceleración de la inflación de los últimos meses del año.

Resulta interesante, a la luz de este diagnóstico generalizado, evaluar la posible influencia del sector público sobre la demanda agregada y, consecuentemente sobre la aceleración de la inflación. Al observar la tendencia del déficit en los últimos años, se encuentra que, con la excepción de 1988, el déficit como proporción del PIB ha disminuido y, además, sus niveles han sido relativamente modestos con relación a los de períodos anteriores.

En particular a lo largo de 1990, se dió una reducción importante del déficit. Durante el primer trimestre del año las finanzas públicas mostraban, en efecto, un desajuste significativo, pues se estimaba que el déficit del sector público consolidado alcanzaba el 3.8% del producto de ese trimestre (Cuadro 9). El Gobierno Nacional Central registró un déficit de 1.6% el cual, de todas maneras, representó una mejoría frente a lo registrado en el mismo período de años anteriores y se inscribía dentro de la programación macroeconómica que se tenía en ese momento para todo el año. El alto nivel del déficit consolidado en ese trimestre tuvo su origen en problemas en las empresas del sector público,

Cuadro 9. **DEFICIT FISCAL (\$ PIB)**

	Consolidado	Gobierno Central	Descentralizado	FNC
1987	-2.0	-0.5	-1.0	-0.5
1988	-2.5	-1.0	-1.6	0.0
1989	-1.3	-1.1	-0.4	0.2
1990 I.	-3.8	-1.6	-1.9	-0.3
II.	0.5	-0.5	0.7	0.3
III.	1.0	0.5	0.0	0.5
IV. a)	-0.9	-0.9	0.0	0.0
b)	-	-0.5	-	-

(a) DNP. No incluye ingresos de la CEC.

(b) Contraloría, cifras provisionales, excluyendo ingresos de la CEC.

Fuente: Informes Financieros Contraloría (1987-1990.III).

particularmente en Ecopetrol, como resultado de la intensificación de los atentados terroristas, y en el Idema. El Fondo Nacional del Café mostró también un deterioro importante en sus finanzas, como consecuencia del rompimiento del Pacto Cafetero.

No obstante, el desarreglo fiscal fue de corta duración y ya para el segundo semestre se observaban condiciones bastante diferentes: el sector descentralizado, incluyendo al FNC, presentó un superávit en sus operaciones efectivas. El gobierno central, por su parte, había logrado reducir su déficit como proporción del PIB a 0.5% pues, a pesar de un pobre desempeño de los ingresos con respecto a lo programado, se retrasaron pagos, especialmente de inversión, en una proporción mayor. El ajuste continuó durante el tercer trimestre del año, alcanzándose un superávit global equivalente al 1% del PIB, a pesar de que el sector descentralizado empezó a mostrar nuevamente problemas, especialmente por el deterioro de las finanzas del sector eléctrico y, nuevamente, del Idema. Es indudable, entonces, el éxito de la política fiscal adoptada para contrarrestar el comportamiento del sector externo, a costa, sin embargo, de un fuerte retraso en los programas de inversión.

Las cifras para el año completo son todavía provisionales y, al consultar las diversas fuentes disponibles, se encuentran algunas discrepancias. Por un lado, el gobierno, a través de los documentos presentados al CONPES por Planeación Nacional, presentó un déficit consolidado de 0.9% del PIB, el cual se descompone en un virtual equilibrio en el sector descentralizado y el FNC y un déficit de la misma magnitud en el gobierno central. Si se incluyen los ingresos provenientes de la Cuenta Especial de Cambios en los ingresos del gobierno central, su déficit, según el DNP, habría sido cercano al 0.4% del PIB. Este resultado refleja un deterioro muy importante en el gobierno central frente a los resultados del tercer trimestre en el que se tenía un superávit de 0.5% —incluso los resultados de noviembre de la Contraloría muestran todavía superávit en el gobierno central—. Aunque era de esperar un aumento de los pagos en el último trimestre, como consecuencia de los atrasos

generados en los trimestres anteriores, el deterioro previsto por el DNP parece un poco excesivo. De hecho, información preliminar de la Contraloría permite establecer que el déficit consolidado se habría eliminado totalmente si, al igual que en las cifras trimestrales, se incluyen los ingresos de la CEC, y sería de 0.53% si éstos se excluyen. Este estimativo es consistente también con cálculos que se han hecho con base en la información para diciembre de la Tesorería para el gobierno central.

De todas maneras, puede concluirse que durante 1990 se dió un ajuste fiscal significativo, pues se mantuvo un superávit en las finanzas públicas durante gran parte del año y el déficit final, en todo caso, fue bastante inferior al del año anterior. Por consiguiente, no se puede afirmar que el sector público tuvo en 1990 efectos expansionistas sobre la demanda más fuertes que los de años anteriores, que puedan contribuir a explicar la aceleración de la inflación en este año.

Para sostener esta última afirmación, es necesario, sin embargo, hacer un análisis más detallado de la composición del déficit fiscal. Como se sabe, el sector público tiene una parte de sus ingresos que proviene de su actividad interna —los impuestos, los ingresos por tarifas y venta de servicios, etc.—, mientras que otra parte proviene de actividades exportadoras de empresas públicas, especialmente de carbón y petróleo. Las exportaciones de café también se contabilizan como ingresos externos del sector público. Por el otro lado, sus gastos también pueden clasificarse en aquellos realizados domésticamente y los que van al exterior —importaciones, servicio de la deuda, viajes, etc.—. Por consiguiente, el déficit del sector público consolidado puede separarse entre su componente externo y su componente doméstico. La parte que ejerce realmente una presión sobre la demanda interna y, por lo tanto sobre los precios, es solamente el componente doméstico del déficit⁴.

Tomando las cifras de balanza de pagos del sector

⁴ Para un desarrollo formal de este argumento, véase el artículo citado de Correa y Rodríguez de esta entrega de *Coyuntura Económica*.

público de Correa y Rodríguez se puede establecer la magnitud del déficit externo del sector público y, por diferencia con el déficit total, se puede obtener el valor del déficit doméstico. En el Cuadro 10 se presenta la evolución del déficit así desagregado para los últimos años, como proporción del PIB.

Según esta metodología, la balanza de pagos del sector público mostró un superávit en 1987, equivalente al 0.25 del PIB, el cual se tornó en un déficit de 0.7% en 1988 y de 0.2% en 1989. En 1990 el componente externo del sector público muestra una notable recuperación, pues el superávit llega a representar el 1.12% del producto.

En cuanto al componente doméstico del déficit fiscal, éste se redujo en 1988, a pesar del aumento en el déficit total, ya que fue el deterioro del componente externo el que generó dicho incremento. En 1989 se observa lo contrario, puesto que, a pesar de que el déficit total se redujo, el déficit interno aumentó a 1.88% del PIB. En 1990, la evolución de este déficit depende de la estimación que se use para el resultado final del año. Si se toma la de Planeación Nacional, el déficit interno habría mostrado un incremento respecto al año anterior, mientras que si aceptamos la de la Contraloría, se observa una reducción en el déficit interno. Puesto que nos inclinamos más por la posibilidad de que las finanzas públicas hayan terminado el año prácticamente en equilibrio, consideramos que es más probable que la presión fiscal se haya reducido

el año pasado. Nótese, de todas maneras, que los resultados del año pasado, esconden un déficit doméstico bastante más alto que el total, el cual se compensa con un amplio superávit en el componente externo.

El punto que se debe resaltar con el análisis de descomposición del déficit fiscal, es que su monto total dice muy poco sobre las presiones de demanda que éste pueda haber ejercido en un momento dado, puesto que deben tenerse en cuenta las filtraciones hacia el exterior que tiene el sector público. El cálculo de la balanza de pagos del sector público resulta, entonces, crucial para un adecuado análisis macroeconómico, especialmente si se tiene en cuenta la creciente importancia que tienen las operaciones del sector público colombiano con el resto del mundo.

Este análisis de descomposición del déficit resulta interesante para evaluar la política fiscal del gobierno para el presente año. Esta se basa en el principio de que se debe lograr el equilibrio fiscal, con el fin de no ejercer ninguna presión sobre los precios. Sin embargo, a la luz del análisis anterior, vemos que lo que importa realmente es controlar la evolución del déficit doméstico. Cualquiera que sea la política fiscal que se vaya a adoptar, debe concentrarse en este componente, que es, además, sobre el que se puede tener un mayor control, puesto que el déficit externo está sujeto a las fluctuaciones de variables tales como los precios de

Cuadro 10. DEFICIT INTERNO Y EXTERNO DEL SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO (% PIB)

	1987	1988	1989	1990	
				DNP	Contraloría
Total:	-1.45	-2.18	-1.90	-0.90	-0.53
Déficit Externo	0.25	-0.68	-0.02	1.12	1.12
Déficit Interno	-1.70	-1.50	-1.88	-2.02	-1.65

Fuente: DNP. "Programación Macroeconómica". Documento DNP-2570-UMACRO. Enero 21/91 y Correa y Rodríguez. "Implicaciones macroeconómicas de la composición del déficit fiscal". *Coyuntura Económica*. Marzo 1991.

los productos de exportación arriba mencionados.

En este sentido, varios de los puntos que se plantean en las proyecciones fiscales del actual gobierno actúan, en teoría, en la dirección correcta, es decir, reducir el déficit doméstico. El incremento en los ingresos tributarios y el moderado aumento de los gastos corrientes, con incrementos importantes en la inversión pública—de la cual una proporción se desvía hacia bienes importados—en los cuales se basan las metas fiscales, tienen una orientación adecuada (Cuadro 11).

En materia de aumentos de tarifas con el fin de aumentar los ingresos internos de algunas

Cuadro 11. PROYECCIONES FISCALES 1991
(Crecimiento %)

Gobierno Central	1991/90	% PIB
I. GOBIERNO CENTRAL		
Ingresos Tributarios	44,7	
Renta	42,3	
IVA doméstico	42,9	
Gasolina	37,0	
Otros	22,0	
Aduanas (aranceles)	51,9	
CIF Ley 75	6,8	
IVA (a importaciones)	89,8	
Café	27,8	
Ingresos no tributarios	34,7	
Ingresos Totales	43,7	11,5
Gasto Corriente	33,6	9,3
Gasto Inversión	46,2	2,3
Déficit (-)		-0,5 ¹
II. SECTOR DESCENTRALIZADO ²		
Ingresos Totales	26,5	13,8
Gasto Corriente	15,0	10,2
Gasto Inversión	42,3	3,6
Déficit (-)		0,5 ¹
III. FONDO NACIONAL DEL CAFE		
Ingresos Totales	34,3	2,8
Gasto Corriente	38,6	2,8
Gasto Inversión	-18,8	0,1
Déficit (-)		-0,1
IV. SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO		
Ingresos Totales		33,5
Gasto Corriente		25,8
Gasto Inversión		7,5
Déficit (-)		-0,0

(1) Incluye préstamo neto.

(2) No incluye la revisión del presupuesto de Ecopetrol.

Fuente: "Programación Macroeconómica", Documento
DNP-2507-UMACRO, Enero 1991.

empresas públicas, no se puede esperar una política muy agresiva pues el gobierno ya se ha comprometido con aumentos moderados para contribuir a la política anti-inflacionaria. Sin embargo, los progresos que se hicieron en este campo durante el año pasado fueron ya bastante importantes.

Aparentemente, en la programación fiscal del gobierno no se está contando con un aumento en el superávit externo para cubrir un mayor déficit interno pues, aunque se proyecta un aumento importante en el superávit de las empresas exportadoras —Ecopetrol y Carbocol—, por lo menos en el caso de la primera éste no proviene de un aumento en el valor de sus exportaciones, puesto que se esperan reducciones tanto en el volumen como en el precio. Por consiguiente, el aumento del superávit deberá venir de un aumento en sus ingresos internos y de una reducción de sus gastos. Sin embargo, las proyecciones sobre gastos corrientes de Ecopetrol parecen excesivamente optimistas. Se planea un incremento de sólo 5.9% en los gastos corrientes, lo cual parecería difícil de lograr y, de no hacerse, implicará una reducción en la meta de crecimiento de 60% en los gastos de inversión. De hecho, las proyecciones de Ecopetrol sobre las cuales se basó el programa macroeconómico aprobado por el CONPES en enero, que estimaban un superávit de \$221 millones ya fueron revisadas para tener en cuenta un aumento mucho mayor de los gastos corrientes (de 17.6%) y un crecimiento menor de la inversión (40%), para un superávit de \$147 millones. Esto implicará necesariamente un replanteamiento del resto de la programación fiscal, pues este cambio generaría, por sí solo, un déficit global de 0.3% del PIB. El cumplimiento de este nuevo presupuesto está además sujeto a la evolución del mercado petrolero mundial, que este año se presenta más incierta que nunca. Resulta arriesgado, por lo tanto, tener como uno de los pilares del equilibrio fiscal la proyección de un superávit que puede ser bastante dudoso.

Otro sector que provee al sector público con recursos que provienen de operaciones externas es

el Fondo Nacional del Café. En esta institución se está planteando un severo ajuste para equilibrar sus finanzas con el fin de que contribuya al equilibrio global. Sin embargo, nuevamente se encuentra una buena dosis de optimismo en estas proyecciones que, de no cumplirse, podrían poner nuevamente en aprietos el cumplimiento de las metas fiscales o inducirían un ajuste superior al presupuestado en los egresos del resto del sector público. El presupuesto del FNC está elaborado sobre la base de unas exportaciones de 13.3 millones de sacos las cuales, como van las cosas en los primeros meses del año, podrían ser inferiores. El supuesto del precio internacional de US\$0.95/lb. es razonable, aunque implica bastante estabilidad en el mercado a lo largo del año. Los egresos del FNC están proyectados con base en una producción de 13.8 millones de sacos, lo cual representa una reducción de 2% frente a la producción del año pasado. Sin embargo, algunas proyecciones de otras fuentes estiman que la producción podría aumentar incluso a 14.5 millones de sacos, si se tiene en cuenta que el ciclo cafetero se encuentra en su fase ascendente. Los resultados de la cosecha de los dos primeros meses de este año apuntan hacia aumentos en la producción. Un escenario de esta naturaleza implicaría un desequilibrio adicional en las cuentas del FNC y, por consiguiente, en la programación fiscal agregada. Debe tenerse en cuenta, además, las dificultades que se podrían presentar en las negociaciones sobre precio interno pues, en la medida en que el gobierno no pueda imponer sus metas, se complicaría adicionalmente el panorama financiero del FNC.

En términos generales, es factible en el presente año un deterioro del balance externo del sector público, especialmente por las perspectivas que hay para las exportaciones de petróleo y café. Por consiguiente, el ajuste en el componente doméstico para lograr un déficit total igual a cero será más fuerte que el que se tendría que hacer si el componente externo se mantuviera invariable. Puesto que las metas fiscales, para efectos del control de la demanda agregada, deben concentrarse en el componente doméstico del déficit, no habría ninguna razón para que éste se ajustara más de lo planeado ante variaciones en el

componente externo. Aunque la reducción del déficit interno es un objetivo deseable, un ajuste demasiado brusco podría tener efectos muy fuertes sobre la actividad económica, que podrían ser inconvenientes.

Por otro lado, algunos aspectos de las proyecciones fiscales del gobierno central hacen pensar que será difícil lograr los objetivos simultáneos de reducir el déficit y aumentar la inversión pública en las proporciones que se planea. En general, se percibe bastante optimismo en las proyecciones de varios de los rubros de ingresos tributarios. Esto es especialmente cierto en las proyecciones sobre los recaudos de aranceles e IVA a las importaciones, donde el incremento de 52% se basa en una significativa recomposición de las importaciones con el fin de lograr un aumento en el arancel promedio a pesar de las reducciones en la mayoría de los niveles arancelarios. La reducción de las exenciones contribuiría también a lograr el resultado proyectado, pero en este aspecto es poco lo que se puede esperar, pues las más importantes de ellas (ALADI y Grupo Andino) podrían incluso aumentar. De este aumento en los recaudos por aranceles depende también, en buen medida, el incremento de 90% que se está proyectando en el recaudo del impuesto de ventas a las importaciones, puesto que éste se cobra sobre el valor de las importaciones ya nacionalizadas. Obviamente, una buena parte de este aumento en el IVA se explica por el aumento de la tarifa a 12%.

Con relación al impuesto a las ventas domésticas, para el cual se proyecta un incremento de 43%, debe anotarse que, aunque la decisión de aumentarlo para compensar la reducción de los aranceles es un aporte a la reducción del déficit interno, la escogencia de este impuesto para compensar la caída en otro, resulta desafortunada cuando el objetivo más apremiante de la política macroeconómica es la reducción de la inflación, especialmente si se acepta que deben reducirse las presiones de costos que son generadoras de la aceleración de los precios.

En los gastos corrientes se presupuesta un incremento de 33%, el cual resulta razonable,

mientras que en los gastos de inversión el incremento se calcula en 46%. Este será el rubro que seguramente tendrá que ajustarse ante cualquier cambio en las variables presupuestadas. Desafortunadamente en este gasto se incluyen varios de los frentes prioritarios de modernización de la infraestructura, tales como las carreteras. El aumento proyectado en inversión en el sector descentralizado es también muy ambicioso (42%). Sin embargo, el programa de seguimiento financiero de las empresas públicas establece explícitamente que cualquier aumento en el gasto de funcionamiento por encima de lo programado — que es apenas del 15% — repercutirá en una reducción de igual magnitud en el gasto de inversión.

V. PROYECCIONES PARA 1991

Ante las medidas de ajuste que ha emprendido el gobierno con el fin de reducir drásticamente el crecimiento de los precios en 1991, se prevé que la actividad económica sufrirá una fuerte reducción en su ritmo de crecimiento en el presente año. La proyección inicial del gobierno es un crecimiento de 2.5%, lo cual representa un deterioro notable con respecto a la proyección de 3.5% que se hacía hasta hace pocos meses. Con el fin de evaluar la factibilidad de este escenario, y su sensibilidad a algunas variables exógenas o a medidas de política, se han realizado varios ejercicios de simulación con base en un modelo de equilibrio general de la economía colombiana elaborado por FEDESARROLLO⁵. Los supuestos que se le han introducido al modelo para la proyección básica se acogen a los anuncios y proyecciones del gobierno para el presente año, tanto en las variables de política como en las referentes al sector externo y a otras variables exógenas del modelo. A continuación se enumeran los principales:

- a. Devaluación: 22%.
- b. Precio del petróleo: US\$ 18.2/barril.

- c. Inflación mundial: 5%.
- d. Precio interno de café: aumento de 22%.
- e. Precio externo de café: US\$ 0.85/lb.
- f. Volumen de exportación de café: reducción de 10%.
- g. Producción de café: crecimiento de 3.2%.
- h. Producción agrícola: crecimiento de 4.5%.
- i. Salarios: aumento de 29%.
- j. Gasto público: puesto que el déficit fiscal es normalmente una variable endógena del modelo, éste se modificó para fijar el déficit fiscal en cero en el escenario básico, dejando a la inversión pública como variable de ajuste. El consumo del gobierno central si se considera exógeno y, acogiéndose a la proyección del gobierno, se fija su crecimiento en 33% en términos nominales.

El efecto de las medidas monetarias contraccionistas —el encaje marginal de 100%— se capta en el modelo a través de su efecto sobre la inversión privada, pues las funciones que la determinan incluyen una variable de disponibilidad de crédito. Sin embargo, la cuantificación del efecto de estas medidas sobre la disponibilidad de crédito para inversión es difícil, pues depende de su duración y de su capacidad para la disponibilidad efectiva de financiamiento. En términos generales se está suponiendo un efecto relativamente modesto de estas medidas sobre el crédito para inversión, pues se presume que se mantendrá el volumen disponible de crédito total en términos reales. El modelo no capta otros de los canales a través de los cuales estas medidas pueden incidir negativamente sobre la actividad económica, como por ejemplo a través de la demanda de bienes de consumo durable.

El resultado de la proyección que incluye los supuestos anteriores se resume en la primera columna del Cuadro 12. En este escenario se obtiene un crecimiento del PIB de 2%. El sector industrial y de servicios —tomados conjuntamente— presenta una caída de 1%, mientras que la construcción crece 2.2, en gran medida como resultado del comportamiento de la inversión pública. Sin embargo, el crecimiento real de esta variable es de sólo 6.1%, bastante inferior al de cerca de 22% que estima el programa fiscal del

⁵ Para una descripción sencilla del modelo véase Lora, E. y C. Crane, "La apertura y la recuperación del crecimiento económico" en Lora, E. (ed.) *Apertura y Crecimiento: El Reto de los noventa*, Tercer Mundo-FEDESARROLLO, 1991.

Cuadro 12. PROYECCIONES PARA 1991

	1	2	3	4	5
	Baja	Alta	Devaluación 25%	Precio Petróleo	Agricultura 3.5%
Crecimiento	2.0	2.5	1.8	0.7	1.6
Industria	-1.0	0.0	-1.3	-3.0	-1.5
Construcción	2.2	4.5	2.2	-2.2	2.2
Consumo Privado	1.8	2.3	1.3	0.7	1.5
Inversión Privada	-0.3	0.1	-2.4	-1.3	0.0
Inversión Pública	6.1	10.4	6.1	-2.1	6.1
Exportaciones	2.1	1.9	2.5	2.5	1.8
Importaciones	7.0	8.1	5.4	4.4	7.0
Inflación	25.1	25.4	26.0	24.5	25.5

Fuente: Cálculos de FEDESARROLLO.

gobierno. Es evidente así, que los ingresos fiscales no serán suficientes para lograr simultáneamente el equilibrio fiscal y el incremento planeado en la inversión. La inversión privada, por su parte, tendrá una ligera caída —0.3%— como consecuencia de las medidas monetarias y de la desaceleración del crecimiento. El comportamiento de la inversión pública y privada, tiene bastante relación con el crecimiento resultante de las importaciones, el cual es de 7% en términos reales. Los tres principales componentes de las importaciones —bienes de consumo, intermedios y de capital— tienen tasas similares a las del agregado. Las exportaciones, por su parte, tendrán un crecimiento real agregado de 2.1%, pero las exportaciones menores crecerán a una tasa real de 13.9%, la cual es bastante satisfactoria.

Un resultado interesante es el que se obtiene en materia de crecimiento de los precios: según los resultados del modelo la inflación se reducirá a 25.1% en 1991. Esto representaría, por sí solo, un logro importante pues sería un retorno a los niveles “normales” de inflación de la última década. El resultado de la inflación está bastante influenciado por el efecto sobre los costos de la reducción en la tasa de devaluación al 22%. Vale la pena anotar que esta desaceleración en el ritmo de devaluación no

tiene un efecto muy negativo sobre el comportamiento de las exportaciones pues, dado el ritmo de la inflación internacional y la inflación interna, la tasa de cambio real presenta incluso un ligero aumento. De hecho, las exportaciones menores pueden mantener su dinamismo.

El escenario anterior representa una alternativa bastante probable, la cual, en lo referente al crecimiento económico, es idéntica a la última proyección del gobierno. Las autoridades económicas contemplan una cuantificación, bastante difícil de precisar por cierto, de los efectos económicos de la reciente escalada de terrorismo. Este factor no está incorporado en nuestra proyección pero, aunque es bastante arriesgado cuantificar su incidencia sobre la producción y sobre los precios, puede pensarse que podría llegar a afectar significativamente el crecimiento, incluso en medio punto del producto, reduciéndolo a un límite inferior de 1.5%. Resulta especialmente importante el efecto que tienen los atentados sobre las finanzas públicas, particularmente a través de los ingresos de Ecopetrol. Aunque éstos han sido reemplazados por los nuevos “impuestos de guerra”, la posibilidad de lograr las metas fiscales se complica así adicionalmente.

Dada la dificultad que se prevé para alcanzar las metas fiscales en el presente año, resulta razonable suponer un escenario en el cual no se logra el ajuste total de las finanzas públicas, sino que se tiene que aceptar, seguramente *ex-post*, un déficit consolidado cercano al 0.5% del PIB. Este es el escenario que se simula en la segunda columna del Cuadro 12. La diferencia básica con el escenario anterior es el resultado que se obtiene para la inversión pública, la cual podría aumentar 10.4% en términos reales. Esto tiene un efecto sobre el crecimiento global de 0.5% del PIB, situándose éste en 2.5%. El efecto de la mayor inversión pública sobre el sector de la construcción es notorio, puesto que le permite crecer un 4.5%, mientras elimina la caída de la producción industrial. La inversión privada recibiría un cierto estímulo pues se evitaría la reducción real que se observaba en el escenario anterior (recuérdese que se está manteniendo la misma restricción crediticia). Las importaciones también aumentarían ligeramente más que en el escenario anterior, tanto por el efecto que sobre ellas tiene la mayor inversión —las de bienes de capital crecerían un 10%— como por efecto de la mayor demanda agregada. Las exportaciones, por su parte, aumentarían sólo un poco menos —1.9%—, básicamente por la mayor demanda interna y por el efecto de la mayor inflación —25.4%— sobre la tasa de cambio real. De todas maneras, debe destacarse el muy pequeño efecto que sobre la inflación tiene el mayor déficit fiscal y el mayor crecimiento. Nuevamente debe mencionarse el efecto del deterioro de la situación de orden público, pues, en la medida en que ésta genere un mayor déficit a través de una reducción adicional en los ingresos y no de un menor recorte en inversión pública, se eliminaría el efecto positivo del déficit fiscal sobre el crecimiento.

Aunque los anteriores serían los dos escenarios básicos de proyección sobre el desempeño de la economía en el presente año, vale la pena establecer cuál sería la sensibilidad de estos escenarios a variaciones en algunas variables críticas. La primera de ellas es la devaluación, que es una variable de política sobre la cual no se ha establecido una meta concreta para 1991. Aunque es muy probable que su ritmo se desacelere para

contribuir al objetivo anti-inflacionario, —con muy buenos efectos, como se desprende de los resultados del modelo—, la magnitud de esta desaceleración es todavía incierta. Por esta razón se simuló un escenario en el cual la tasa de cambio se devalúa un 25% en lugar del 22% supuesto en los dos escenarios anteriores (columna 3 del Cuadro 12). Los resultados muestran que una devaluación un poco mayor tendría un efecto ligeramente recesivo, pues reduciría el crecimiento de 2% a 1.75%, mientras que la inflación aumentaría prácticamente en un punto en comparación con el escenario básico. Las consecuencias sobre las importaciones son importantes, reduciendo su ritmo de crecimiento en cerca de 2 puntos, mientras que las exportaciones aumentarían 2.5%. Por otro lado, el efecto sobre la inversión privada es muy significativo, puesto que se contrae debido al efecto de la mayor devaluación sobre el precio relativo de los bienes de capital.

Ante la incertidumbre sobre la evolución del mercado mundial del petróleo y dadas las implicaciones de esta variable sobre las cifras fiscales nos pareció interesante simular un escenario en el cual este precio cayera a un nivel de US\$16/barril, comparado con el de US\$18/barril que se incluyó en los demás escenarios y que es también el que se usó para la programación fiscal. Se mantuvo para este escenario el supuesto de que se va a lograr a toda costa el equilibrio fiscal. Los resultados muestran que el efecto sobre el crecimiento sería muy importante, pues la economía sólo crecería 0.7%. La inversión pública tendría que caer en términos reales un 2.1% y la privada un 1.3%. En este caso la inflación caería a 24.5%.

Otra variable exógena que puede tener efectos significativos sobre el desempeño final y sobre la cual también hay incertidumbre, es el crecimiento de la producción agrícola no cafetera. Se simuló, entonces, un escenario en el cual éste sector crece 3.5% y no 4.5% como en la proyección básica. Sorprendentemente el efecto inflacionario de la menor disponibilidad de alimentos no resulta tan alto como podría haberse esperado pues la inflación sólo aumenta a 25.5%. Sin embargo, el crecimiento

de los precios está atenuado por la disminución de la demanda, puesto que el crecimiento del PIB se cae a 1.6%.

En resumen, las dos proyecciones básicas indican que el crecimiento de la economía colombiana podría situarse en el presente año entre el 2 y el 2.5%, estando el límite superior determinado por la

probabilidad de un relativo incumplimiento de las metas fiscales, siempre que logren contenerse los recientes ataques terroristas contra la infraestructura económica del país. El límite inferior de 2% puede ser optimista si no logra dominarse el terrorismo, si el precio del petróleo se reduce y esto implica un mayor ajuste fiscal o si la producción agrícola no crece al ritmo esperado.