

Análisis Coyuntural



**UN BUEN COLOMBIANO
SIEMPRE PIENSA EN COLOMBIA!**



**PRIMERO COLOMBIA
SEGUNDO COLOMBIA
SIEMPRE COLOMBIA**

Análisis Coyuntural

I Actividad productiva

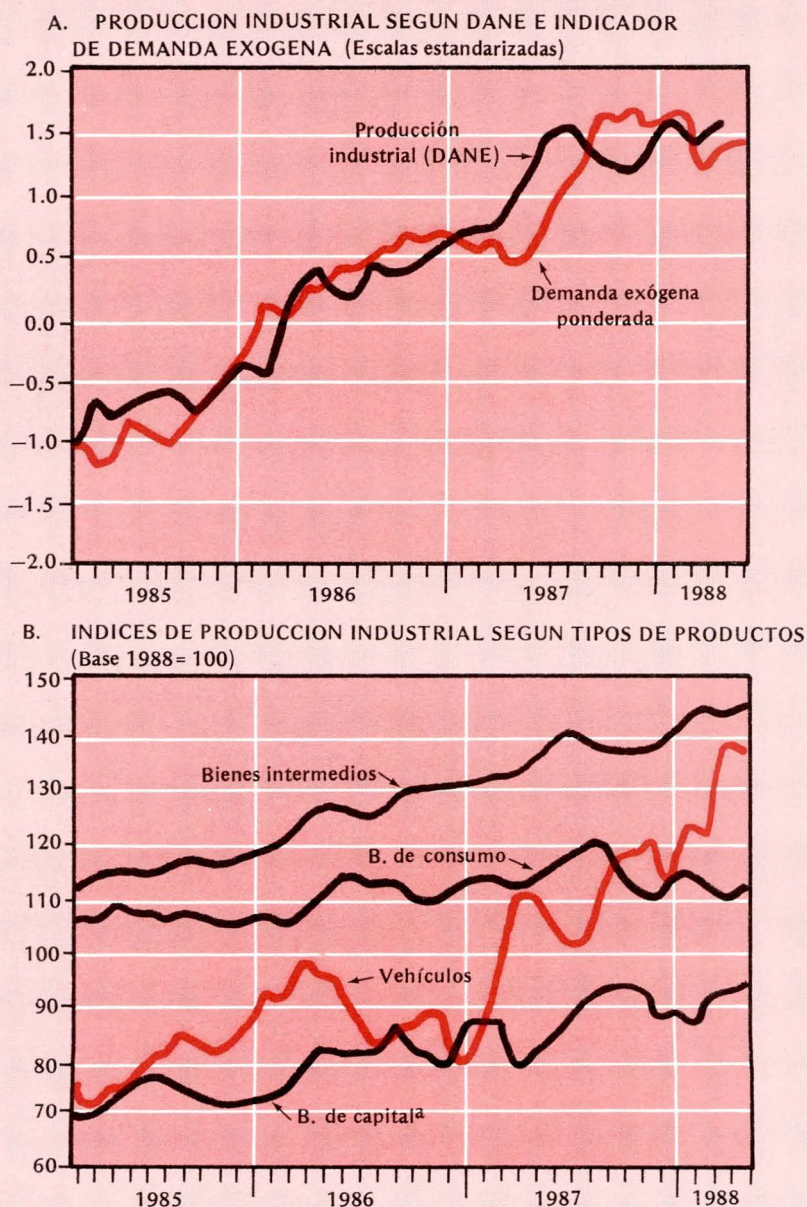
En la entrega de junio pasado de *Coyuntura Económica* se detectó una notoria discrepancia entre la evolución de los distintos indicadores disponibles en ese momento sobre la actividad productiva en el primer trimestre del año. Mientras las tasas anuales de crecimiento de los índices cuantitativos del DANE manifestaban un comportamiento muy favorable de la industria y del comercio, en la Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO se observaba un fuerte deterioro de las expectativas y de la percepción general de los empresarios sobre su situación económica. Las cifras más recientes del DANE sobre la actividad productiva sugieren que el pesimismo que se detectaba en la *Encuesta de Opinión* de FEDESARROLLO era ciertamente justificado. La economía parece haber entrado en una fase de desaceleración de su crecimiento, que obliga a pensar que el desempeño del Producto Interno Bruto en el año completo se acercará al límite bajo del

rango —entre 4.00% y 4.80%— que se había proyectado en la entrega anterior de *Coyuntura Económica*. Se plantean con ello serios interrogantes sobre la conveniencia de mantener los lineamientos de la política económica que ha venido siguiendo el gobierno nacional.

A. Actividad Industrial

La tasa de crecimiento anual de la actividad industrial entre los cinco primeros meses de 1987 y el mismo período de 1988 es relativamente alta, al alcanzar 5.25%, de acuerdo con las cifras de la muestra mensual manufacturera del DANE. El comportamiento mes a mes de la serie desestacionalizada de esas mismas cifras del DANE denota, sin embargo, un estancamiento en el ritmo de actividad desde los últimos meses de 1987, el cual es particularmente notorio desde el mes de febrero del presente año. Como se aprecia en el Gráfico 1-A, la tasa de crecimiento que se

GRAFICO 1
INDICADORES DEL COMPORTAMIENTO DE LA PRODUCCION
INDUSTRIAL Y DE LA DEMANDA
Mayo 1985 — Mayo 1988



^a Excluye equipo de transporte.

Fuente: Para los índices de producción industrial: DANE, Muestra Mensual Manufacturera y cálculos de FEDESARROLLO. Series suavizadas y desestacionalizadas. Para la serie de "demanda exógena ponderada", ver metodología presentada en *Coyuntura Económica*, Vol. XVIII, No. 4, diciembre, 1987, pp. 58-63.

manifiesta al comparar los primeros meses de 1987 y 1988 no resulta de un incremento importante en el ritmo de actividad industrial en el período reciente, sino del mantenimiento del nivel de producción que ya se había alcanzado hacia mediados de 1987, después del gran dinamismo que se observó en la primera mitad de dicho año.

En la parte B del Gráfico 1 se presenta la evolución de la actividad industrial desagregada según tipos de productos. Como se puede apreciar allí, el estancamiento en el nivel global de actividad industrial desde los últimos meses de 1987 corresponde con una reducción no despreciable en la producción de bienes de consumo a partir de septiembre. De hecho, el crecimiento que venía mostrando la producción de estos bienes hasta el tercer trimestre de 1987 se revirtió totalmente en los meses siguientes, llevando a que su nivel promedio durante los primeros cinco meses de 1988 fuera ligeramente inferior (en 0.40/o) al del mismo período del año anterior.

Simultáneamente con el estancamiento en el nivel global de la producción industrial, y con la caída en la de bienes de consumo, la producción de bienes de capital, excluido equipo de transporte, manifestó también un notorio estancamiento desde el último trimestre de 1987. Ese estancamiento es particularmente preocupante cuando se toma en cuenta la fuerte contracción que se había observado en dicha producción de bienes de capital en 1984 y 1985, contracción que, como se aprecia en el Gráfico I-B, no se había revertido completamente en los años más re-

cientes. De hecho, de acuerdo con las cifras de la Muestra Mensual Manufacturera del DANE, el nivel promedio de producción de bienes de capital, excluido el equipo de transporte, en los cinco primeros meses de 1988 era inferior en casi 50/o al que se observaba ocho años antes, en 1980 (nótese que los índices presentados en el Gráfico 1-B tienen base 1980 = 100).

Los únicos sectores industriales que mantienen un ritmo de crecimiento positivo durante los últimos meses de 1987 y los primeros de 1988 son los productores de bienes intermedios y de vehículos y equipo de transporte. En el primer caso, el dinamismo ha sido persistente a lo largo de los cuatro últimos años, gracias probablemente al proceso de sustitución de importaciones inducido por la política de control a las compras externas y por la devaluación real del peso. Incluso en estos sectores productores de bienes intermedios, sin embargo, se manifiesta un relativo estancamiento a partir de febrero del presente año, de acuerdo con la serie presentada en el Gráfico I-B.

En lo que se refiere a la producción de vehículos, en cambio el dinamismo particularmente fuerte que se manifestó durante 1987 parece mantenerse en los primeros cinco meses de 1988, durante los cuales esa producción fue superior en 28.60/o a la de los mismos meses de 1987 y, en una proporción similar, a la que se tenía al comenzar la presente década. Este impresionante dinamismo de la producción de vehículos durante 1987 y los primeros meses de 1988 —que como se verá, también se manifiesta en los índices de ventas de

este tipo de bienes en el sector comercio— puede estar reflejando en parte una demanda represada en los años anteriores por problemas de oferta. En parte también, puede ser el efecto de fenómenos de otro tipo, como una redistribución regresiva del ingreso, la inversión improductiva de capitales repatriados del exterior o simplemente una muy alta elasticidad frente al crecimiento en el ingreso nacional de los últimos años. En cualquier caso, sin embargo, parece improbable que ese gran dinamismo se mantenga por mucho tiempo. De hecho, existen indicios de que ya llegó a su fin, pues hacia mediados del año se estaban manifestando grandes acumulaciones de inventarios indeseados de vehículos en manos de los concesionarios.

El estancamiento de la mayor parte de las actividades industriales durante 1988 se refleja claramente en un deterioro de las expectativas de los empresarios sobre la situación económica, tal como ellas son captadas por la Encuesta de Opinión de FEDESARROLLO (ver Gráfico 2). Esta encuesta muestra también que las causas de dicho estancamiento deben buscarse fundamentalmente en problemas de demanda efectiva por bienes industriales. De hecho, la situación de demanda reportada por los empresarios, que venía mejorando de manera casi continua desde el segundo semestre de 1985 —con sólo un deterioro pasajero a comienzos de 1987— se estancó desde noviembre del último año y mostró un ligero deterioro entre abril y julio de 1988. Consistentemente con esto, el número de empresarios que afirman haber aumentado sus existencias y haber visto reducido su nivel de pedidos aumentó drásticamente desde finales de

1987, tal como se aprecia en la parte B del Gráfico 2.

Por otra parte, la existencia de problemas crecientes de demanda para la producción industrial se refleja en las Encuestas de Opinión Industrial que realiza la ANDI. De hecho, aunque en esas encuestas el problema de demanda resulta menos importante que el de incrementos en los precios de las materias primas y de los insumos, su importancia relativa aumenta rápidamente a lo largo del año, pasando de ser citado sólo por un 8.90% de los industriales en el mes de enero a serlo por un 16.50% de ellos en el mes de junio¹.

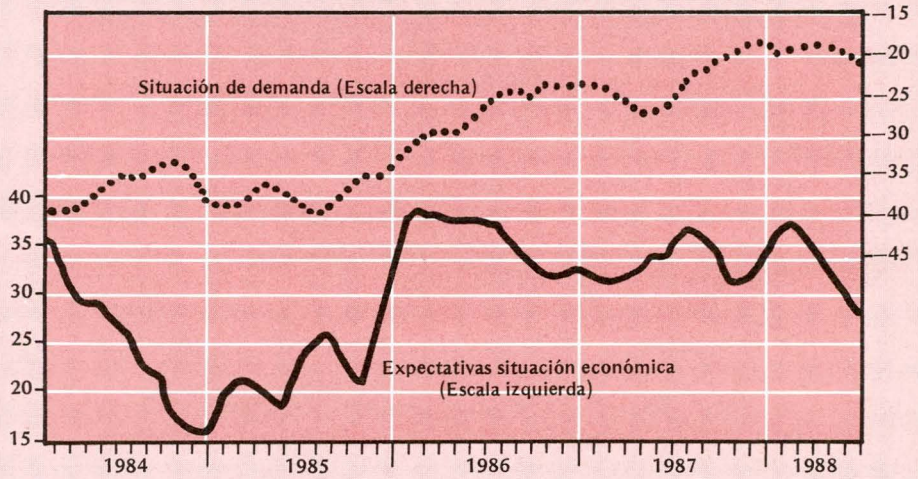
No es posible dar una explicación única satisfactoria sobre las razones para el estancamiento de la demanda efectiva por productos industriales desde finales de 1987. En parte, ese estancamiento parece estar asociado con el comportamiento de algunas variables representativas de la demanda exógena en la economía, y en particular, con las relacionadas con el sector externo. Adicionalmente, sin embargo, la aceleración de la inflación debe haber tenido un efecto importante al reducir el poder adquisitivo de sectores importantes de la población y especialmente de los asalariados. A la vez, la política monetaria excesivamente contraccionista, con los consiguientes altos niveles de las tasas de interés, tuvo seguramente un efecto importante de reducción del gasto y de la demanda efectiva.

¹ Ver Asociación Nacional de Industriales (ANDI), "Comportamiento de la Industria durante el primer semestre de 1988" *Mimeo*, Vicepresidencia de Asuntos Económicos, Medellín agosto, 1988.

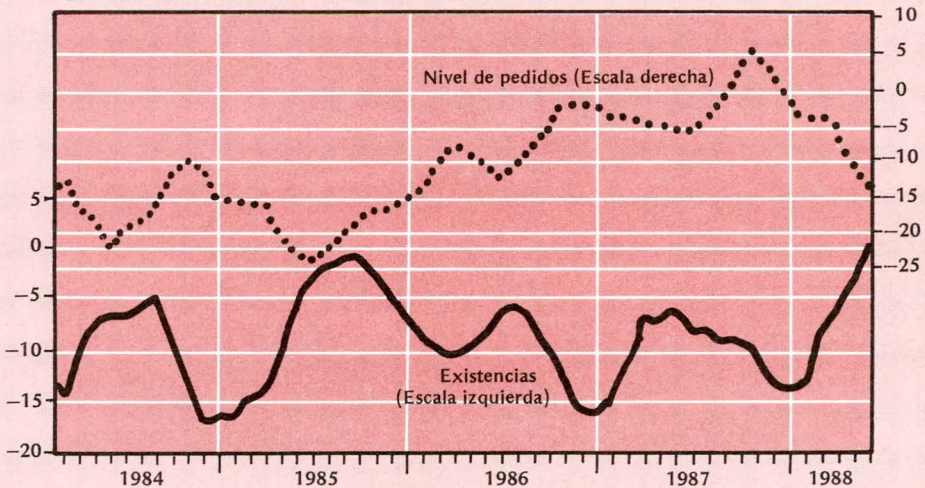
GRAFICO 2
INDICADORES DE ACTIVIDAD INDUSTRIAL
SEGUN LA ENCUESTA DE OPINION EMPRESARIAL
 (Balances)

Enero 1984 – Julio 1988

A. EXPECTATIVAS DE SITUACION ECONOMICA Y SITUACION DE DEMANDA



B. NIVEL DE PEDIDOS Y EXISTENCIAS



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO. Series suavizadas.

En lo que se refiere a las variables representativas de la demanda exógena, su estancamiento se refleja claramente en el indicador ponderado que construye *Coyuntura Económica*, cuya evolución se presenta en el Gráfico 1-A, conjuntamente con la de la producción industrial. Ese indicador manifiesta, de hecho, un claro estancamiento en los últimos meses de 1987 y en los primeros de 1988, mostrando después, entre marzo y junio del presente año, un deterioro no despreciable. Tal como ha sido expuesto en entregas anteriores de *Coyuntura Económica*², el citado indicador resume la evolución de las distintas inyecciones (fuentes) y filtraciones de demanda exógena, cuyos comportamientos particulares se presentan en el Gráfico 3. Con base en este último gráfico, es posible observar que si bien las razones del estancamiento de la demanda a finales de 1987 pudieron estar relacionadas con una reducción del gasto público, ello no fue así durante el primer semestre de 1988, cuando ese gasto recuperó el patrón de crecimiento de los dos años anteriores. De hecho, las variables que explican el estancamiento de la demanda exógena en los primeros seis meses de 1988 son las relacionadas con el sector externo. Dentro de ellas se incluye el valor en pesos constantes de la cosecha cafetera, de las exportaciones menores y de los ingresos por servicios no financieros de la balanza cambiaria, así como, por el lado de las filtraciones y con signo negativo, el componente "exógeno" de las importaciones (esto es, de la parte de las importaciones cuyo comportamiento no puede

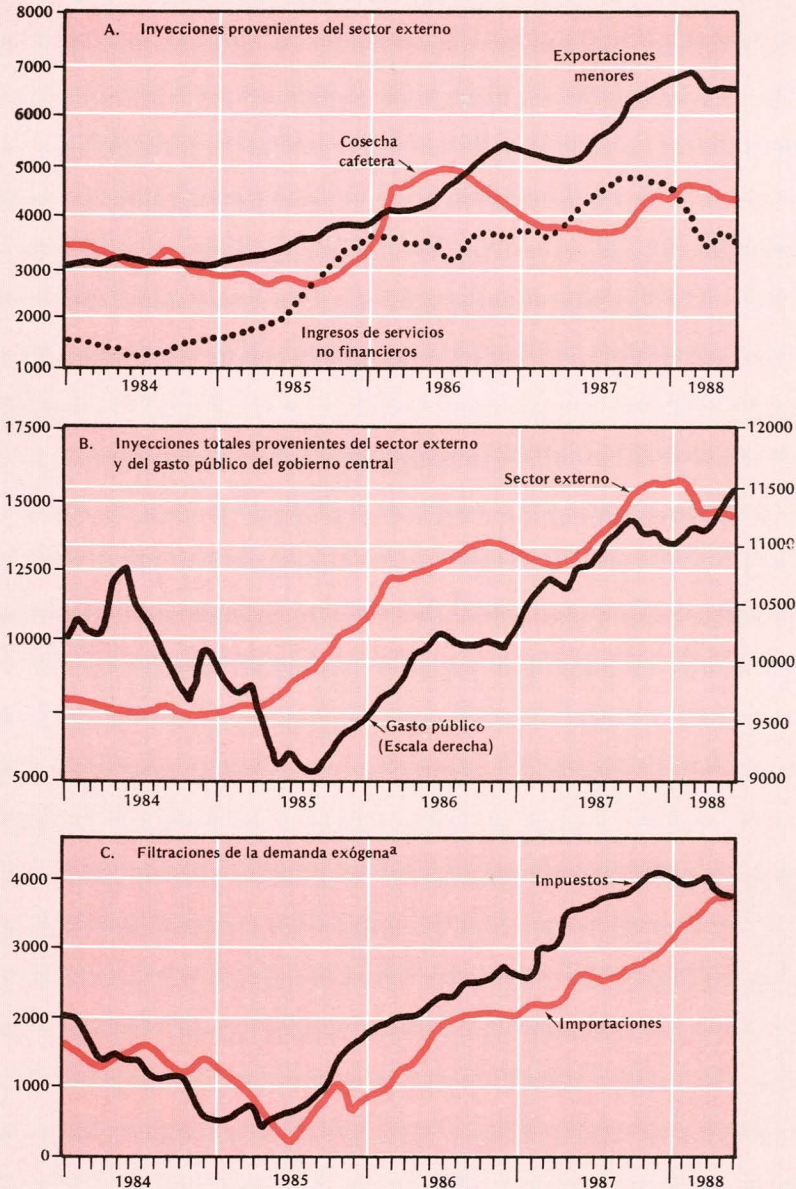
ser explicado por el desempeño del PIB). Todas estas variables relacionadas con el sector externo contribuyeron a reducir los niveles de demanda por productos industriales durante la primera mitad de 1988. En el caso de las exportaciones menores, la reducción tuvo probablemente un carácter temporal, como se argumentará más adelante en el capítulo sobre el sector externo. Las reducciones en el valor de la cosecha cafetera —inducida por los menores precios internos reales del grano— y en el valor de los ingresos cambiarios por servicios no financieros, pueden tener en cambio un carácter más permanente, que siga contribuyendo a deteriorar la demanda efectiva en el futuro. Así mismo, el crecimiento excesivo de las importaciones —claramente por encima de lo necesario para mantener constante el cociente entre éstas y el PIB— ha contribuido también de manera importante a reducir la demanda efectiva por la producción industrial doméstica, y seguirá haciéndolo en el futuro, a menos que se descontinúe rápidamente el proceso de liberación de importaciones en el que se ha embarcado incautamente al país.

B. Actividad del comercio

En el caso del comercio, en forma aún más pronunciada que en el de la industria, se presenta una fuerte discrepancia entre la favorable impresión que dejan, por un lado, las altas tasas de crecimiento de las ventas al comparar los primeros meses de 1987 y 1988, y la imagen claramente negativa que arroja, por el otro lado, el deterioro en los indicadores provenientes de la Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO y FENALCO.

² Ver en particular *Coyuntura Económica*, Vol. XVII, No. 4, diciembre, 1987, pp. 58 a 63.

GRAFICO 3
INYECCIONES Y FILTRACIONES DE LA DEMANDA AGREGADA EXOGENA
 (Millones de pesos de 1978)



^a Magnitudes de las importaciones y de los impuestos no explicados por la evolución del PIB.

Fuentes: Banco de la República, Federación Nacional de Cafeteros, DANE, Tesorería General de la Nación y cálculos de FEDESARROLLO. Las series correspondientes a exportaciones menores y a ingresos de servicios no financieros son suavizadas con promedios móviles de seis meses y desestacionalizadas. El valor de la cosecha cafetera se calcula con el precio interno mensual y con promedios móviles de 12 meses de la producción física. Las series correspondientes a gasto público, impuestos e importaciones son suavizadas con promedios móviles de 12 meses.

Tal como se aprecia en el Cuadro 1, las tasas anuales de crecimiento de las ventas son ciertamente favorables cuando se comparan los primeros meses de 1987 y 1988. El índice de ventas al por menor del DANE para los cinco primeros meses de 1988 resulta superior en 8.20/o al del mismo período del año anterior cuando se excluyen los vehículos. Las ventas de vehículos, entre tanto, aumentan en más de 180/o, haciendo que el índice total de ventas muestre un crecimiento del 100/o, claramente satisfactorio desde todo punto de vista.

Por otra parte, a diferencia de lo que sucede con la actividad industrial, los altos ritmos anuales de crecimiento de las ventas del comercio, cuando se comparan los primeros meses de 1987 y 1988, no pueden ser explicados exclusivamente con base en lo sucedido a lo largo de 1987. Por el

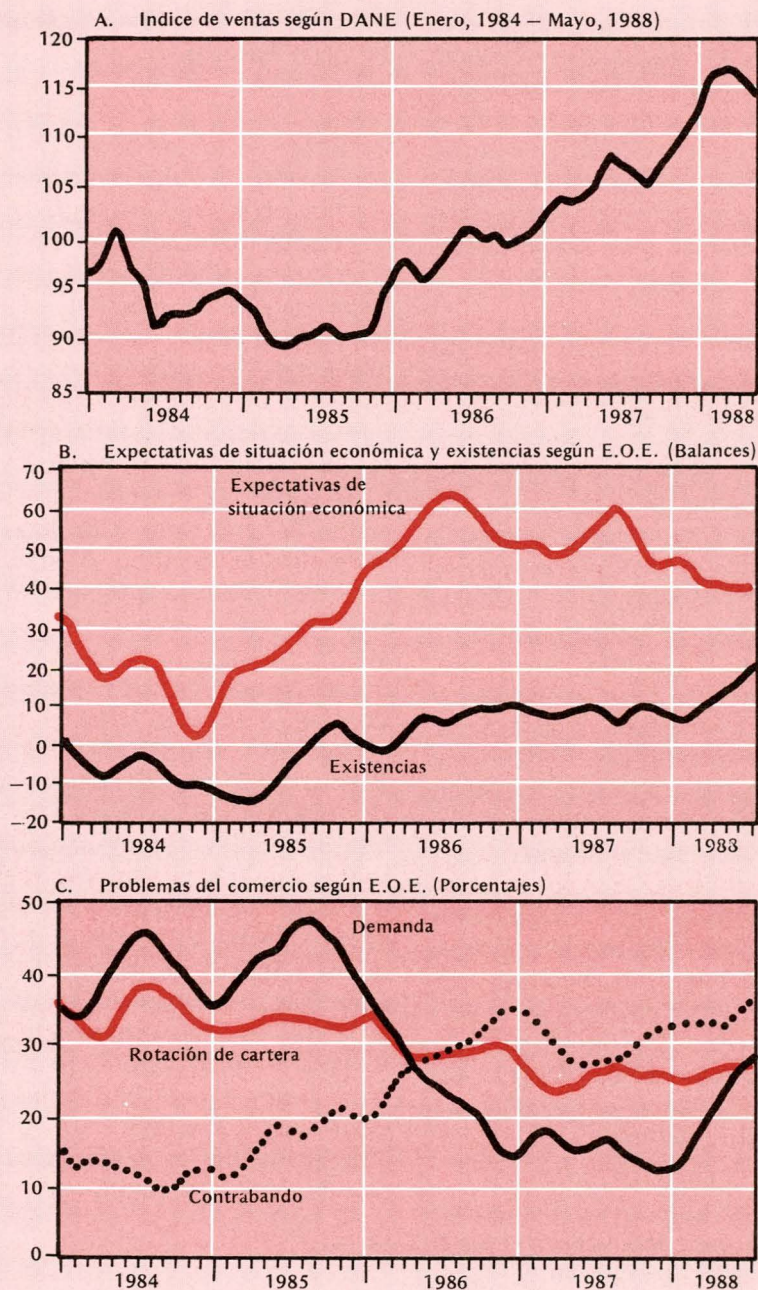
contrario, la serie mensual desestacionalizada de ventas del comercio muestra un comportamiento particularmente dinámico en el último trimestre de 1987 y en el primero de 1988, tal como se aprecia en la parte A del Gráfico 4. No obstante en ese mismo gráfico se puede observar la pérdida de dinamismo de las ventas del comercio en los meses de abril y mayo (última cifra disponible) del presente año, en los cuales el índice desestacionalizado y suavizado de esas ventas presenta una caída no despreciable. Si bien esta última caída sólo alcanza a revertir muy parcialmente el fuerte crecimiento de los meses anteriores, ella puede estar mostrando el comienzo de una tendencia más permanente al estancamiento de las ventas de comercio. Dicha caída, además, resulta particularmente preocupante cuando se tiene en cuenta que los indicadores de

CUADRO 1
TASAS DE CRECIMIENTO DEL INDICE DE VENTAS DEL
COMERCIO POR SECTORES
(%)

	1987/86	1988/87		
		enero-marzo	abril-mayo	enero-mayo
Alimentos y bebidas	3.7	10.7	-1.0	5.9
Vestuario y calzado	10.5	15.0	-1.9	7.3
Textiles y cacharrería	0.3	15.2	10.4	13.2
Farmacias	3.3	9.3	7.8	8.7
Muebles y electrodomésticos	11.1	6.2	11.6	8.6
Materiales de construcción	3.1	3.1	4.7	3.9
Mercancías no clasificadas	4.7	11.3	1.9	7.4
Total sin vehículos	5.5	10.9	4.2	8.2
Vehículos y repuestos	25.2	23.6	12.5	18.4
Total	8.0	13.1	5.6	10.0

Fuente: DANE.

GRAFICO 4
INDICADORES DEL COMERCIO
 Enero, 1984 – Julio, 1988
 (Series suavizadas y desestacionalizadas)



Fuentes: DANE y Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO-FENALCO.

la Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO y FENALCO, que se presentan en las partes B y C del Gráfico 4, manifiestan desde comienzos del año un franco deterioro. En efecto, esos indicadores muestran una drástica caída en las expectativas de situación económica de los empresarios del sector y reflejan un notorio incremento en los niveles de existencias y en la importancia de problemas de demanda para las empresas comerciales.

Por otra parte, el relativo deterioro en el grado de dinamismo del comercio se refleja también en el Cuadro 1, al comparar las tasas de crecimiento entre 1987 y 1988 para los períodos enero-marzo, por un lado, y abril-mayo por el otro. Mientras las ventas de vehículos mostraban un crecimiento anual de 23.60% en el período enero-marzo, esa tasa se había reducido a 12.50% para el período abril-mayo. Simultáneamente, para las ventas del comercio sin vehículos, la tasa anual de crecimiento pasó de 10.90% en el período enero-marzo a sólo 4.20% en el período abril-mayo. Además, lo que resulta aún más preocupante, las tasas de crecimiento de las ventas de aquellos sectores más relacionados con el consumo de productos básicos —como alimentos, bebidas, vestuario y calzado— pasaron de ser sorprendentemente altas en el período enero-marzo, cuando se ubicaron entre 100% y 150%, a ser negativas en el período abril-mayo.

El drástico cambio en las tendencias que denotan las cifras sobre ventas al por menor del comercio en el segundo trimestre del año podría reflejar en parte problemas estadísticos que harían sobrestimar el crecimiento del

primer trimestre. De ser así, ello ayudaría a explicar las contradicciones que aparentemente se presentan entre dichas cifras y los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO y FENALCO para el mismo período.

La aparente inconsistencia entre un crecimiento tan alto del comercio en el primer trimestre —cuando la industria estaba estancada y, como se verá, el sector de la construcción se encontraba en franca recesión— también podría responder parcialmente a los problemas estadísticos mencionados. No obstante, es importante destacar que de acuerdo con los trabajos que se han realizado en FEDESARROLLO sobre los determinantes de las ventas del comercio minorista³, ellas dependen de factores diferentes de los que afectan la actividad en otros sectores, lo cual permite entender que mantengan su dinamismo cuando esos otros sectores lo han perdido. En particular, dichos trabajos permitieron identificar el comportamiento del fondo salarial y el del precio relativo de los alimentos como los principales determinantes de las ventas minoristas. Durante el primer trimestre del presente año, el crecimiento de los salarios nominales del sector público, de la industria y del comercio fue en general superior a la inflación; lo cual, unido al crecimiento en el empleo, pudo haber otorgado al fondo salarial el dinamismo necesario para mantener un favorable desempeño de las ventas del comercio. Durante el segundo trimestre del

³ Eduardo Lora y José Antonio Ocampo (coordinadores), *El sector comercio en Colombia: Estructura y comportamiento*, FEDESARROLLO-FENALCO, Bogotá, septiembre 1988.

año, en cambio, como se analizará más adelante, la continuación del proceso de aceleración de la inflación y de aumento en los precios relativos de los alimentos se empezó a manifestar de manera más clara en menores salarios reales y en un menor poder de compra del fondo salarial, lo cual puede explicar en buena medida la pérdida de dinamismo de las ventas del comercio al por menor.

C. Construcción

Tal como se ha venido comentando en entregas anteriores de *Coyuntura Económica*, el sector de la construcción enfrenta graves problemas desde 1987, año durante el cual fue afectado negativamente por la contracción de la inversión pública. Durante ese año, el dinamismo de la construcción privada logró contrarrestar en una medida importante la menor construcción del sector público. No obstante, desde el segundo semestre de 1987 la misma construcción privada empezó a mostrar signos de debilitamiento que condujeron al sector a una fase de recesión que se mantiene durante 1988.

Las causas del deterioro en la actividad de construcción privada desde mediados de 1987 estuvieron relacionados en parte con problemas de oferta de insumos —los cuales explican el incremento de 34.6% en los costos de la construcción entre los primeros semestres de 1987 y 1988— y, en una medida aún más importante, con problemas crediticios. Estos últimos surgieron inicialmente de obstáculos generados por la reforma del sistema UPAC llevada a cabo en abril de 1987, obstáculos estos que

sólo fueron removidos mediante nuevos ajustes al sistema durante el presente año. Los problemas crediticios para la construcción, sin embargo, se profundizaron durante 1988, debido a las restricciones de liquidez que tuvieron que enfrentar las Corporaciones de Ahorro y Vivienda como consecuencia de los desórdenes monetarios que han caracterizado este año, sobre los cuales se comentará en una sección posterior.

La magnitud de la recesión en el sector se puede apreciar fácilmente en las cifras del Cuadro 2. El área autorizada para construcción según licencias aprobadas entre enero y junio de 1988 fue inferior en 2.1% a la correspondiente al mismo período de 1987. En Bogotá, ciudad donde se había concentrado de manera particularmente fuerte el dinamismo de los dos años anteriores, la reducción fue del 11.3%. Además, aunque las licencias aprobadas para construcción total en las ciudades diferentes a Bogotá crecieron en 7.3%, las correspondientes a vivienda lo hicieron en sólo 2.1%.

La existencia de problemas en la oferta de crédito para construcción también se puede apreciar claramente en el mismo Cuadro, donde se presentan las cifras sobre préstamos nuevos para el sector, calculados como incrementos en los saldos de esos créditos entre enero y junio de 1987 y 1988. En términos nominales, los créditos desembolsados en el primer semestre de 1988 sólo superaron a los flujos correspondientes de 1987 en 20.4%, lo cual, dado el crecimiento de 34.6% en los costos de la construcción, representa una contracción real de 10.5%. Aún más

CUADRO 2
INDICADORES DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCION
1987 - 1988
Enero - Junio

	1987	1988	Variación o/o
I. Licencias aprobadas de construcción en miles de metros cuadrados			
A. Bogotá	2192	1944	-11.3
B. Resto del país	2178	2336	7.3
C. Total nacional	4370	4280	-2.1
II. Licencias aprobadas de construcción de vivienda en miles de metros cuadrados			
A. Bogotá	1883	1400	-25.7
B. Resto del país	1657	1692	2.1
C. Total nacional	3540	3092	-12.7
III. Valor nominal del flujo neto de crédito en millones de pesos corrientes			
A. Préstamos solicitados	107855	95904	-11.1
B. Préstamos aprobados	170013	52205	-69.3
C. Préstamos entregados	62507	75283	20.4
IV. Índice de costos de la construcción (base diciembre de 1980 = 100)	363.63	489.58	34.6
V. Valor real del flujo neto de créditos en millones de pesos de 1980			
A. Préstamos solicitados	29661	19589	-34.0
B. Préstamos aprobados	46754	10663	-77.2
C. Préstamos entregados	17190	15377	-10.5

Fuentes: DANE, ICPC e ICAVI.

preocupante que la reducción real en los préstamos entregados, sin embargo, es la contracción aún mayor de los flujos correspondientes de préstamos solicitados y aprobados. Incluso en términos nominales, esos flujos se reducen en 11.1% y en 69.3%, lo que representa caídas reales de 34.0% y de 77.2%, respectivamente. Resulta fácil prever, en estas condiciones, que el desembolso de créditos mantenga su pobre desempeño en el segundo semestre de 1988, incluso si las condiciones de liquidez de las Corporaciones de Ahorro y Vi-

vienda empiezan a mejorar como consecuencia del cambio en la política monetaria que, como se analizará más adelante, parecen revelar las medidas recientes en materia de encajes y de control de las tasas de interés.

D. Sector agropecuario

1. Desempeño de la producción agropecuaria

Por contraste con el deterioro en el ritmo de producción en las activida-

des urbanas, las cifras disponibles sobre el sector agropecuario no cafetero sugieren que en 1988 se mantendrá e incluso se superará el dinamismo del año anterior. Además, pese a que 1987 fue un año sobresaliente por los niveles particularmente altos de producción de café —de 13 millones de sacos— esa producción volverá a crecer o por lo menos se mantendrá estable durante 1988. Así, aunque la tasa de crecimiento de la producción agropecuaria en su conjunto se reducirá de la cifra récord de 5.8% alcanzada en el año pasado, ello no debe interpretarse como signo de deterioro en el ritmo de actividad del sector.

La producción acumulada de café hasta el mes de agosto de 1988 alcanza los 8.5 millones de sacos, cuando en el mismo período de 1987 fue de 7.5 millones. El incremento de 13% que denotan estas cifras, sin embargo, sobrestima ampliamente el que se proyecta para el conjunto de los años civiles de 1987 y 1988, debido a que la cosecha recolectada en el último trimestre del primero de ellos fue atípicamente alta. Las proyecciones existentes sobre la cosecha de los últimos meses de 1988 permiten esperar que la producción en el año completo se ubique alrededor de 13.4 millones, lo cual implicaría una tasa de crecimiento cercana al 3%.

En cuanto a la agricultura no cafetera, las cifras disponibles permiten esperar un crecimiento del orden del 4.0% para 1988, algo superior al de 1987, que fue de 3.6%. Ese comportamiento surgiría de un incremento cercano al 4.5% en la producción de los cultivos anuales y permanentes y de 3.6% en la de los culti-

vos semestrales. En el caso de los cultivos anuales y permanentes, el crecimiento esperado es generalizado a todos los productos, con excepción de las cañas de azúcar y de panela, cuya producción se mantendrá probablemente estancada, de acuerdo con las proyecciones del Ministerio de Agricultura presentadas en el Cuadro 3. Para los cultivos semestrales, en cambio, el crecimiento promedio, proyectado en 3.6% para el año completo, esconde comportamientos muy disímiles entre los distintos productos y entre las dos cosechas del año. Entre los cultivos que crecen en el año completo, de acuerdo con el Cuadro 4, se destacan el algodón,

CUADRO 3
AGRICULTURA NO CAFETERA
Cultivos anuales permanentes y
tasas anuales de crecimiento

	Area sembrada 88/87	Produc- ción ^a 88/87*
TOTAL ANUALES		
PERMANENTES	4.1	4.5
Caña de azúcar	0.0	0.0
Caña de panela	-0.7	-0.7
Cacao	13.4	7.5
Palma	7.1	14.8
Plátano	5.4	6.6
Banano	0.6	4.5
Yuca	1.1	4.9
Ñame	10.8	18.7
Fique	1.2	1.6
Tabaco negro	12.8	20.7
Frutales	12.4	11.6

* Cifras preliminares.

^a Las cifras acumuladas corresponden a valores en precios constantes de 1975.

Fuente: Ministerio de Agricultura y cálculos de FEDESARROLLO.

CUADRO 4
AGRICULTURA NO CAFETERA
 Cultivos transitorios
 tasas anuales de crecimiento

	Area sembrada		Hectáreas Financ. Var. acum. a julio 31/88		Producción ^a		
	88/87A	88/87B	88/87A	88/87B	88/87A	88/87B*	88/87*
CULTIVOSTRANSIT.	6.8	1.6	12.1	22.9	3.0	4.1	3.6
Ajonjolí	-29.7	-19.5	-47.0	308.2	-23.0	-15.7	-21.3
Algodón	43.6	16.1	48.8	12.3	31.0	-2.1	16.0
Arroz	-12.1	2.8	-8.2	38.4	-14.5	2.5	-4.3
Cebada	25.6	16.8	53.2	2.7	32.9	-27.9	-13.0
Fríjol	9.6	-1.4	83.8	260.4	17.1	14.8	15.9 ^b
Maíz	2.9	1.3	-11.7	42.5	1.8	3.0	2.4
Maní	28.1	11.3	-17.6	22.5	18.3	0.0	8.6
Papa	8.0	9.2	20.1	51.3	11.2	11.0	11.1
Sorgo	13.4	-12.1	25.8	12.6	6.9	-15.1	-3.2
Soya	-11.8	-19.1	-10.9	-87.3	-25.6	-13.0	-21.1
Tabaco rubio	-4.6	-15.9	-91.2	-26.5	-9.8	-9.9	-9.9
Trigo	15.9	0.0	14.2	42.5	16.6	-14.1	-8.1
Hortalizas	4.5	4.9	17.0	24.9	-4.0	10.0	2.6

* Cifras preliminares.

^a Las cifras acumuladas corresponden a valores en precios constantes de 1975.

^b El crecimiento de la producción de algodón para el semestre B de 1988 se ajustó hacia abajo en un 80% con respecto a la proyección del Ministerio de Agricultura.

Fuente: Ministerio de Agricultura, FFAP y cálculos FEDESARROLLO.

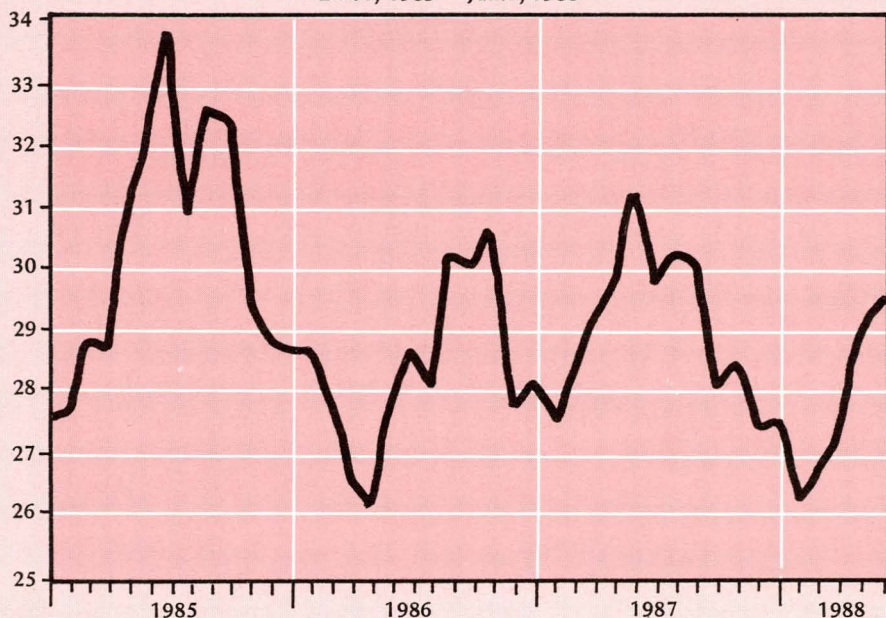
el fríjol y la papa. El crecimiento del algodón, sin embargo, se concentró íntegramente en el primer semestre del año, ya que la cosecha del segundo semestre se encuentra afectada negativamente por razones climáticas. Entre los cultivos que decrecen, por su parte, son notorios los casos del arroz, la cebada, el trigo, la soya, el sorgo y el tabaco rubio. En el caso del arroz, la reducción en las cifras anuales —estimada en 4.30% en el Cuadro 4— surge íntegramente de lo sucedido en la cosecha recogida durante el primer semestre del año, ya que las expectativas para el segundo semestre son de crecimiento positivo,

gracias a las mayores siembras que indujo el aumento en el precio de este producto.

Pasando al sector pecuario, el hecho más destacado en lo corrido de 1988 es el incremento en el degüello de ganado bovino —con el consiguiente aumento en la oferta de carne— que resulta del inicio de la fase de liquidación de hembras en el ciclo ganadero. De hecho, el incremento en el degüello de hembras que se aprecia en el Gráfico 5 permitió aumentar las cifras de degüello total en 5.70% entre los primeros seis meses de 1987 y los mismos meses de 1988. Al mismo

GRAFICO 5
PARTICIPACION DE HEMBRAS EN EL DEGUELLO DE GANADO BOVINO
(%)

Enero, 1985 – Junio, 1988



Fuente: DANE y cálculos de CEGA.

tiempo, aunque la oferta de leche manifestó problemas en el primer semestre del año, debido a las sequías y posiblemente a una reducción en el contrabando —los cuales llevaron a aumentos de precios que obligaron a suspender la libertad acordada en el Convenio Lechero de mediados de 1987—, las perspectivas para el segundo semestre son favorables a un incremento en su producción.

Pese a lo anterior, las perspectivas de crecimiento del valor agregado por el sector pecuario en 1988 son claramente menos favorables que las de 1987. De hecho, se estima que éste crecerá en 1988 entre 30% y 40%, cuando el año anterior lo hizo en más de 60%. La razón para ello, sin embargo, no se encuentra en un menor dinamismo de la oferta interna

de alimentos por parte del sector, sino en un menor crecimiento de los inventarios de ganado en pie y en una caída importante de las exportaciones de carne, debida fundamentalmente a la menor demanda por parte del Perú, país al cual se realizaron grandes ventas en 1987.

2. Política agropecuaria y precios relativos de los alimentos

Lo sucedido durante 1987 y el primer semestre de 1988 demostró plenamente que un crecimiento alto de la producción agropecuaria sin café —tomada en forma agregada— no es suficiente para garantizar el abastecimiento interno de alimentos. Las grandes disparidades entre las tasas de crecimiento de distintos productos, unidas a un dinamismo de las ex-

portaciones agropecuarias no cafeteras que las hizo crecer a ritmos muy superiores a los de la producción⁴, permiten explicar la aparente paradoja de un desabastecimiento interno de alimentos coincidente con un desempeño favorable de la actividad productiva del sector. Durante 1987 y los primeros meses de 1988, ese desabastecimiento interno fue reforzado, tal como lo ha analizado *Coyuntura Económica* en repetidas ocasiones, por una política oficial de restricción a las importaciones, la cual condujo a las presiones sobre los precios que generaron la gran mayor parte de la aceleración inflacionaria en dicho período.

La política oficial vigente hasta el primer trimestre del presente año estaba sustentada en el criterio según el cual se debía fomentar el crecimiento agropecuario mediante mecanismos que incrementaran los precios relativos del sector. Los precios relativos de los alimentos al consumidor, de hecho, aumentaron drásticamente hasta el mes de junio, tal como se aprecia en el Gráfico 6. Durante el segundo y el tercer trimestre se viene manifestando un drástico viraje en la política agropecuaria, con el cual las importaciones de alimentos vuelven a adquirir su función básica de garantizar el abastecimiento interno y de evitar incrementos excesivos en los precios al consumidor. Unida con la mayor producción de varios alimentos de particular importancia en la canasta familiar, como la papa

y la carne, esta nueva política ya está manifestándose en una reducción de los precios relativos de los alimentos al consumidor en los meses de julio y agosto.

Simultáneamente con las mayores importaciones de alimentos, las autoridades han empezado recientemente a adoptar políticas selectivas de fomento integral al cultivo de varios productos —notablemente el maíz—⁵. Para ello se instauraron precios de sustentación para productos que no los tenían y se incrementaron significativamente para aquellos en que ya existían, al tiempo que se asignaron mayores cuantías de recursos de crédito. La efectividad de estas políticas para incrementar la rentabilidad de los cultivos y promover la producción sin recurrir a aumentos en los precios al consumidor de los alimentos es, sin embargo, algo que sólo podrá evaluarse cuando se hayan observado sus resultados.

E. Evolución del empleo y de los salarios reales

1. Empleo y desempleo

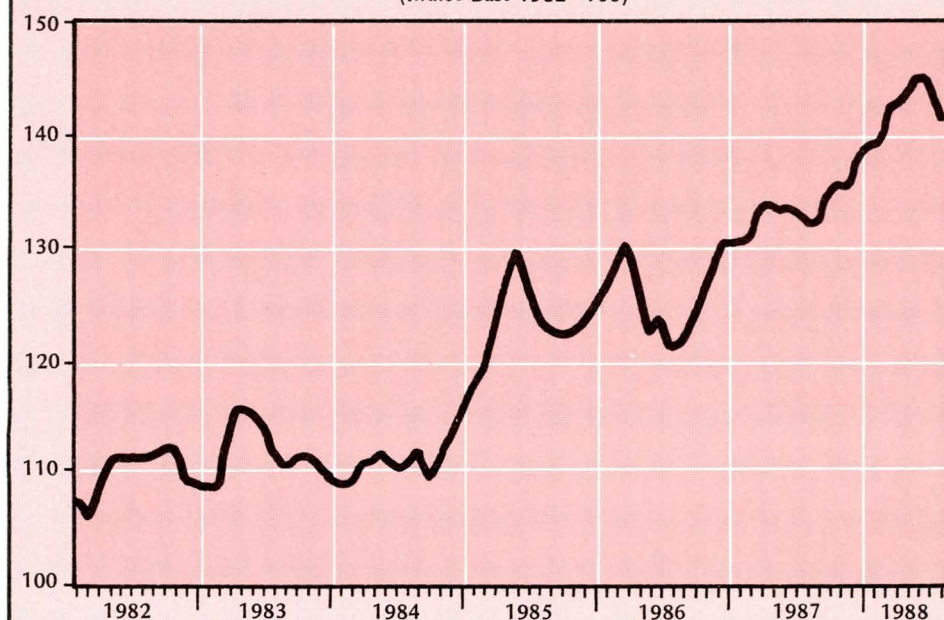
La desaceleración en el ritmo de crecimiento económico en 1988 analizada en las subsecciones anteriores se manifiesta a nivel de los indicadores de empleo y desempleo. Pese a que ellos siguen mejorando, lo hacen a ritmos inferiores a los que venían manifestando entre 1986 y 1987.

De acuerdo con las cifras del DANE para las cuatro principales ciudades del país, la tasa de desempleo en el

⁴ Como se verá más adelante, el crecimiento de los registros de exportaciones agropecuarias diferentes de café fue de 25.20% en dólares entre los primeros semestres de 1987 y 1988. Entre 1986 y 1987 ese crecimiento había sido superior al 110%.

⁵ Los ocho productos incluyen el arroz, el sorgo, el maíz, el trigo, la cebada, el frijol, la soya, el ajonjolí y la yuca.

GRAFICO 6
 PRECIOS RELATIVOS DE LOS ALIMENTOS AL CONSUMIDOR
 (Índice Base 1982 = 100)



Fuente: DANE y cálculos de FEDESARROLLO.

mes de junio fue de 11.70%, inferior a la de 12.60% de marzo, pero superior a la de 10.0% observada en diciembre del año pasado. Estas oscilaciones, sin embargo, esconden problemas estacionales que oscurecen el análisis de las tendencias. Para clasificar estas últimas resulta más conveniente comprar las cifras de cada mes con respecto a las de mismo mes del año anterior o, alternatively, recurrir al análisis de series desestacionalizadas mediante procedimientos estadísticos.

El primer tipo de comparaciones se puede hacer con ayuda del Cuadro 5, donde se aprecia que tanto en marzo como en junio de 1988, las tasas de desempleo eran inferiores y las tasas de ocupación eran superiores a las de los mismos meses de 1987. No obs-

tante, en las cifras de ese cuadro también se observa fácilmente que la mejora en los indicadores entre 1987 y 1988 es menos pronunciada que la observada, para cada mes, entre 1986 y 1987.

El segundo método de análisis de las cifras, utilizando las series desestacionalizadas, se puede realizar con referencia al Gráfico 7. Allí se observa que la tasa de ocupación desestacionalizada mantuvo una tendencia creciente hasta junio de 1988 (última cifra disponible); pero, confirmando la pérdida de dinamismo de la actividad económica, ese crecimiento fue considerablemente más lento desde junio de 1987 de lo que había sido en los dos años precedentes. Por su parte, la serie desestacionalizada de las tasas de desempleo presentó osci-

CUADRO 5

**EVOLUCION DE LAS TASAS DE PARTICIPACION, OCUPACION
Y DESEMPLEO EN LAS CUATRO PRINCIPALES CIUDADES
(Porcentajes)**

	Tasa de participación (PEA/PET)	Tasa de ocupación (E/PET)	Tasa de desempleo (D/PEA)
Cifras a diciembre			
1985	56.4	49.1	13.0
1986	58.1	50.8	12.5
1987	57.9	52.0	10.0
Cifras a marzo			
1986	56.2	48.1	14.3
1987	58.1	50.4	13.4
1988	58.2	50.8	12.6
Cifras a junio			
1986	57.4	48.8	15.0
1987	58.3	51.2	12.2
1988	59.0	52.1	11.7

Notación:

PEA: Población económicamente activa.

PET: Población en edad de trabajar.

E: Población empleada.

D: Población desempleada.

Fuente: DANE y cálculos de FEDESARROLLO.

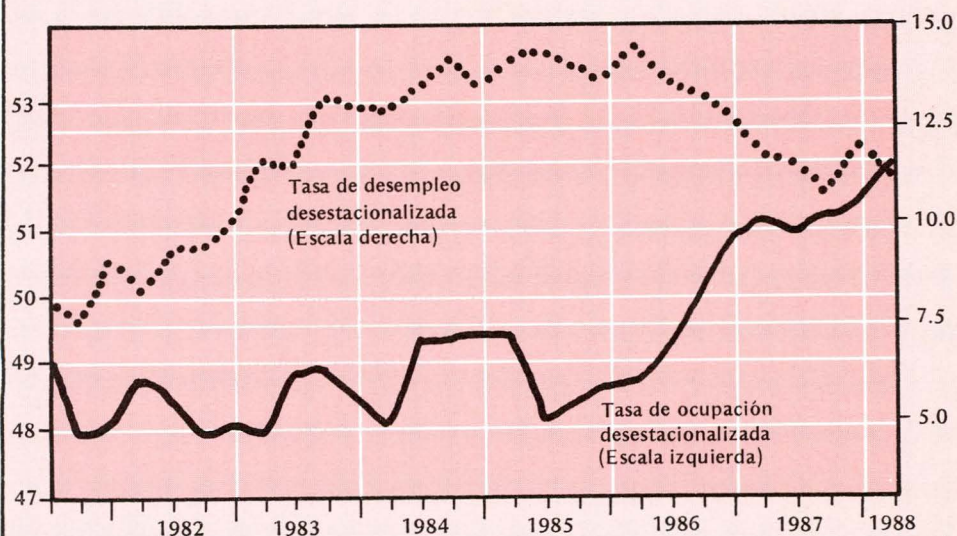
laciones en el período reciente, que posiblemente respondieron a problemas estadísticos en la medición de la población económicamente activa. Se destaca, sin embargo, que en junio del presente año esa tasa se mantenía en niveles sólo ligeramente inferiores a los que ya se habían alcanzado en septiembre del año pasado. La rápida tendencia a la declinación del desempleo que se manifestó entre mediados de 1986 y 1987 parece pues, haberse interrumpido en el período más reciente, tal como había sido previsto por *Coyuntura Económica* desde comienzos del año⁶.

2. Evolución de los salarios reales

Como complemento al análisis de las cifras sobre empleo y sobre actividad productiva, resulta de interés observar el comportamiento de los salarios reales en los distintos sectores. Como se puede apreciar en el Cuadro 6, los sectores que se rigen por el mínimo legal vieron reducidos sus salarios reales en el primer semestre de 1988, lo cual es atribuible al proceso de aceleración de la inflación que se

⁶ Ver *Coyuntura Económica*, Vol. XVIII, No. 1, marzo, 1988.

GRAFICO 7
TASAS DE OCUPACION Y DESEMPLEO DESESTACIONALIZADAS
CUATRO GRANDES CIUDADES



Fuente: DANE y cálculos de FEDESARROLLO.

CUADRO 6

TASAS DE CRECIMIENTO DE LOS SALARIOS REALES
1987.1 – 1988.2

(Variaciones porcentuales del salario real promedio de cada trimestre con respecto al del mismo trimestre del año anterior)

	1987				1988	
	I	II	III	IV	I	II
Salario mínimo legal	1.6	-0.3	-3.3	-2.5	-0.6	-2.8
Salarios obreros industriales	2.2	-1.4	-3.4	-1.4	-0.0	-0.5 ^a
Salarios empleados industriales	-0.8	-0.5	-2.0	0.2	3.4	0.1
Salarios empleados comercio	5.3	9.6	3.6	1.8	4.5	-0.6 ^a
Salarios obreros construcción	18.3	16.3	12.3	11.3	-1.8	-4.7
Jornales agrícolas	4.1	3.1	1.8	7.2	6.3	n.d.
Jornales ganaderos	5.2	4.6	2.8	6.6	6.4	n.d.

^a Se compara abril-mayo de 1988 con abril-mayo de 1987.

Fuente: DANE y cálculos de FEDESARROLLO.

observó en ese período, ya que el aumento nominal del 250/o fue decretado al comenzar el año con base en lo que había sido el crecimiento de los precios a lo largo del año anterior. De manera similar, los salarios reales de los obreros industriales mostraron una ligera reducción en el primer semestre de 1988 con respecto al mismo período del año anterior.

De mayor interés en relación con el análisis de la actividad productiva sectorial resulta, sin embargo, lo sucedido con los salarios reales en el comercio, la construcción y los sectores agropecuarios. Tal como se ha argumentado en entregas anteriores de *Coyuntura Económica*, la evolución de los salarios reales en esos sectores —en los cuales los salarios nominales no se fijan en general mediante mecanismos institucionales—

refleja en buena medida el comportamiento de la producción y de la demanda por trabajo. Por ello, las caídas en los salarios reales de los obreros de la construcción durante los dos primeros trimestres de 1988 y en los salarios reales de los empleados del comercio durante el segundo trimestre —con respecto a los mismos períodos de 1987— resultan claramente consistentes con el análisis sobre la actividad productiva de esos sectores desarrollado en las subsecciones precedentes de este capítulo. Así mismo, el mantenimiento de un alto ritmo de crecimiento de los jornales agropecuarios, al menos hasta el primer trimestre del año (última cifra disponible), parece confirmar la idea planteada anteriormente sobre el mantenimiento de la dinámica de este sector.

II Sector externo

A. Balanza comercial

Tal como se tenía previsto, el balance comercial del primer semestre de 1988 muestra un deterioro considerable con respecto al del mismo período del año anterior, pese a lo cual sigue siendo superavitario en US\$ 162.4 millones (Cuadro 7). Las razones para el deterioro se ubican en un crecimiento excesivo de las importaciones y en una contracción del valor de las ventas externas de café y de hidrocarburos, la cual contrarresta casi totalmente el gran dinamismo de las otras exportaciones.

1. Exportaciones

El valor total de las exportaciones realizadas por el país en el primer semestre del presente año es sólo ligeramente superior, en 2.70/o, al del mismo período de 1987. Este estancamiento relativo se explica exclusivamente por el negativo comportamiento del valor de las ventas externas de café y de hidrocarburos. En cambio, el valor en dólares de las exportaciones de ferróníquel se duplica con creces, el de las de carbón aumenta en 450/o y el de las menores lo hace en casi 310/o. Entre tanto,

CUADRO 7
BALANZA COMERCIAL
Enero – Junio
(Millones de dólares)

	1987	1988	1988/87 %
I. Exportaciones totales	2348.5	2412.4	2.72
A. Café	899.1	837.3	-6.87
B. Combustibles	725.9	599.4	-17.43
1. Petróleo y fuel oil	580.0	443.1	-23.59
2. Carbón	90.8	131.6	44.93
3. Otros	55.1	24.7	-55.26
C. Ferroníquel	28.9	68.9	138.41
D. Resto exportaciones	694.6	906.8	30.55
II. Compras de oro	172.0	201.7	17.27
III. Importaciones totales	2066.8	2451.7	18.62
A. Combustibles	48.2	91.5	89.83
B. Resto importaciones	2018.6	2360.2	16.92
IV. Balance comercial	453.7	162.4	-64.21

Fuente: Importaciones y exportaciones según manifiestos de aduana del DANE. Compras de oro según Balanza Cambiaria del Banco de la República.

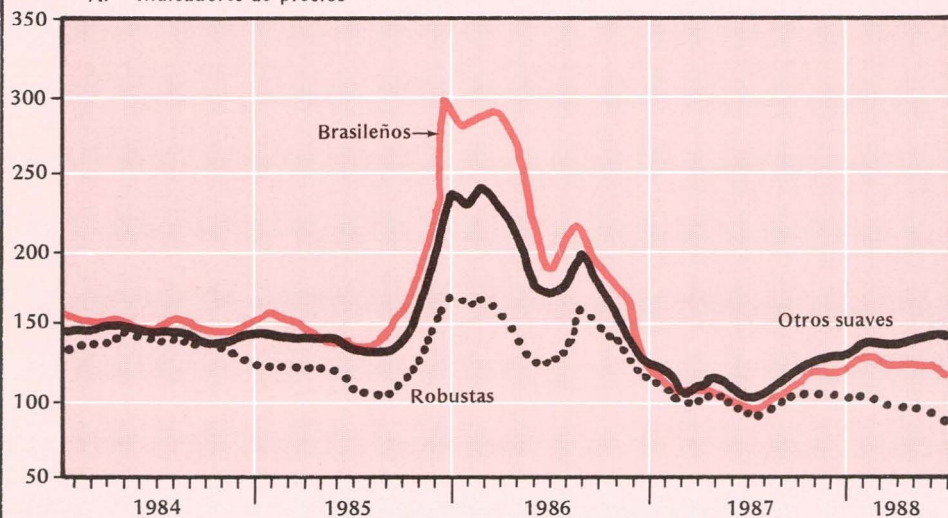
el valor de las compras de oro por parte del Banco de la República (que se puede asimilar a las exportaciones desde el punto de vista de la balanza de pagos), aumenta en 17.3%, revirtiendo en buena medida la contracción que esas compras había manifestado durante 1987.

La reducción en los ingresos por ventas de café entre los primeros semestres de 1987 refleja la caída de casi 13% en las exportaciones físicas del grano, caída ésta que no alcanzó a ser compensada por el incremento en el precio promedio del café colombiano inducido por la reanudación del sistema de cuotas en el Marco del Pacto Cafetero. De hecho, la

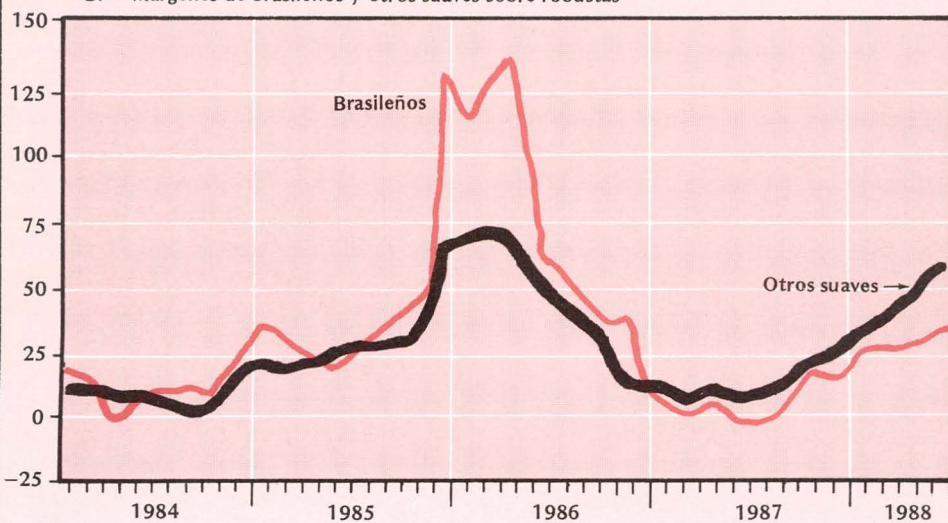
respuesta de los precios a la reintroducción de ese sistema desde finales de 1987 fue bien distinta de la que se esperaba. En lugar de incrementar los precios de los distintos tipos de café en magnitudes similares, las cuotas generaron una tendencia a ampliar en magnitudes muy importantes los márgenes existentes entre esos precios, siendo incapaces de producir una tendencia positiva para los cafés de calidades más bajas. En efecto, como se aprecia en el Gráfico 8, parte A, los precios de los cafés robustas no sólo aumentaron en forma significativa con la reintroducción de las cuotas, sino que mantuvieron una tendencia decreciente a lo largo de 1988, pese a recortes sucesivos en di-

GRAFICO 8
INDICADORES DE PRECIOS INTERNACIONALES DEL CAFE SEGUN CALIDADES
Enero, 1984 — Agosto, 1988

A. Indicadores de precios



B. Márgenes de brasileños y otros suaves sobre robustas



Fuente: Federación Nacional de Cafeteros y cálculos de FEDESARROLLO.

chas cuotas. Así, el aumento en los precios del café colombiano que se detecta al comparar los primeros semestres de 1987 y 1988 surgió exclusivamente de los mayores márgenes existentes entre ellos y los precios de los otros cafés suaves, por un lado, y entre los de estos últimos y los precios de los cafés arábigos brasileños y robustas por el otro. El incremento en estos últimos márgenes a lo largo de 1988 se puede apreciar claramente en la parte B del Gráfico 8. Desafortunadamente, sin embargo, no existe un indicador disponible para ilustrar los mayores márgenes que también se presentaron entre los café colombianos y los otros suaves. Se cree que ellos pasaron de ser cercanos a dos o tres centavos de dólar en 1987 a representar más de diez centavos en el período reciente. Por supuesto, las tendencias dispares en los comportamientos de los precios de los distintos tipos de café a partir de la reintroducción de las cuotas reflejan la existencia de graves problemas en la distribución por calidades de esas cuotas y en los mecanismos con que ellas se ajustan frente a la evolución de los precios. La necesidad de introducir reformas al Pacto Cafetero, dirigidas a corregir esos problemas, se encuentra por ello a la orden del día⁷.

En cuanto a los ingresos por exportaciones de petróleo y fuel-oil, la contracción por casi US\$137 millones que se observa en el Cuadro 7 entre

los primeros semestres de 1987 y 1988, debe explicarse fundamentalmente por la caída en los precios internacionales, a la cual se unió el estancamiento en el proceso de crecimiento de las exportaciones físicas que se venía observando en los años precedentes. De hecho, debido a los cuellos de botella en el transporte de petróleo crudo y a los atentados guerrilleros a los oleoductos, las exportaciones físicas de petróleo y fuel-oil no crecieron durante el primer semestre de 1988 cuando, por el contrario, se redujeron en 3.20% y 0.80%, respectivamente, con respecto al mismo período del año anterior.

Debido a la sustituibilidad que existe a nivel de la demanda mundial entre el petróleo y el carbón, la reducción en el precio del primero acarrió una reducción, también muy notoria, en el precio de venta del segundo (del 21.40%, entre los primeros semestres de 1987 y 1988). No obstante, el crecimiento de 850% en el volumen de carbón exportado por Colombia entre esos mismos períodos contrarrestó plenamente el deterioro de los precios y permitió un aumento de casi 450%, equivalente a algo más de US\$40 millones semestrales, en el valor de esas exportaciones.

El valor de las exportaciones de ferroníquel se incrementó también en US\$40 millones entre los primeros seis meses de 1987 y 1988, al pasar de US\$28.9 millones a US\$68.9 millones. En este caso, sin embargo, por contraste con el del carbón, el crecimiento fue explicado íntegramente por aumentos en el precio internacional del producto y no por mayores exportaciones físicas, las cuales, por el contrario, se redujeron

⁷ Un análisis detallado sobre este tema se puede encontrar en Alberto Ararat y Jens Mesa, "Evolución de la Economía Cafetera durante el período octubre/1987-junio/1988", en *Ensayos sobre economía cafetera*, No. 1, Bogotá, Federación Nacional de Cafeteros, 1988.

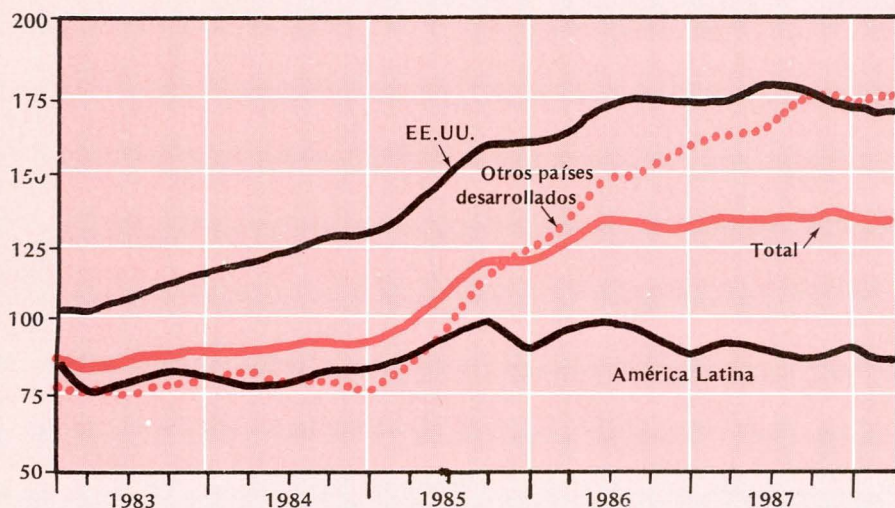
en 6.20/o entre los períodos mencionados.

En cuanto a las exportaciones menores, el impresionante dinamismo que denota la tasa de crecimiento de más de 300/o (en dólares) entre los primeros semestres de 1987 y 1988, manifiesta la solidez de la respuesta de esas exportaciones al mantenimiento de una tasa de cambio real competitiva frente a los países desarrollados (ver Gráfico 9), aunque en parte también refleja la recuperación de mercados regionales de América Latina. De hecho, las cifras discriminadas sobre la evolución de los registros de exportaciones menores según países de destino, muestran que el mayor dinamismo se manifestó en las dirigidas a los países desarrollados, y más particularmente al Japón y a la

Comunidad Económica Europea. La participación de estos últimos en el total pasó de 16.00/o en el primer semestre de 1987 a 21.20/o en el mismo período del presente año (Cuadro 8). Ello no debe oscurecer, sin embargo, que también las exportaciones menores a los países latinoamericanos miembros de la ALADI manifestaron un comportamiento muy satisfactorio, pese a caídas muy importantes en las ventas a países como Ecuador, Perú, Argentina y Brasil. Ese comportamiento satisfactorio se debió fundamentalmente a la notable recuperación de mercados de Venezuela y Chile, países a los cuales se incrementaron las ventas en 48.10/o y 93.70/o, respectivamente.

En cuanto a los productos específicos en los cuales se manifestó el dina-

GRAFICO 9
TASAS DE CAMBIO REALES PONDERADAS SEGUN DESTINO DE LAS
EXPORTACIONES MENORES
Indices, base 1980= 100



Fuente: FMI, cálculos de FEDESARROLLO. Las cifras para el segundo trimestre de 1988 corresponden a mayo.

CUADRO 8
EXPORTACIONES MENORES POR MERCADOS^a
 Enero — Junio
 (Millones de US\$)

	1987	1988	Participación		Varia- ción 88/87 %
			1987 %	1988 %	
I. Países desarrollados					
A. Estados Unidos	329.540	398.151	40.16	40.20	20.82
B. Canadá	11.080	9.279	1.35	0.94	-16.25
C. Japón	31.000	49.810	3.78	5.03	60.68
D. Comunidad Económica Europea	100.371	160.520	12.23	16.21	59.93
II. Aladi	199.169	226.998	24.27	22.92	13.97
A. Grupo Andino	170.520	187.866	20.78	18.97	10.17
1. Venezuela	85.198	126.200	10.38	12.74	48.13
2. Ecuador	32.081	21.886	3.91	2.21	-31.78
3. Perú	52.369	38.884	6.38	3.93	-25.75
4. Bolivia	0.872	0.896	0.11	0.09	2.75
B. Resto Aladi	28.649	39.132	3.49	3.95	35.59
1. Argentina	3.506	2.445	0.43	0.25	-30.26
2. Brasil	6.382	3.803	0.78	0.38	-40.41
3. Chile	14.323	27.749	1.75	2.80	93.74
4. México	4.172	4.605	0.51	0.47	10.38
5. Paraguay	0.043	0.176	0.01	0.02	309.30
6. Uruguay	0.224	0.354	0.03	0.04	58.04
III. Demás países	149.332	145.548	18.20	14.70	-2.53
Total	820.492	990.306	100.00	100.00	20.70

^a Excluye café, hidrocarburos, carbón y ferróníquel.

Fuente: Incomex.

mismo de las exportaciones menores, las cifras del Cuadro 9 reflejan dos fenómenos de particular relevancia, que implican cambios de importancia en las tendencias que se traían en 1987. En primer lugar, se observa que —dejando de lado las exportaciones mineras—, los mayores ritmos de crecimiento se manifestaron en las exportaciones agropecuarias, cuyo valor en el primer semestre de 1988 fue superior en más de 250% al del

mismo período del año anterior. La tasa de crecimiento de este tipo de exportaciones había sido de 110% entre 1986 y 1987⁸, de tal forma que la observada en el período más reciente implicó una importante aceleración. Esta aceleración, además,

⁸ Ver Cristina Lanzetta, "La economía mundial y el desempeño del comercio exterior colombiano", *Coyuntura Económica*, Vol. XVIII, No. 1, marzo, 1988, Cuadro 8.

CUADRO 9
REGISTROS DE EXPORTACIONES DIFERENTES DE
CAFE E HIDROCARBUROS
Enero - Julio

	1987	1988	Variación 88/87		
	Valor (US\$ millones)	Valor (US\$ millones)	Volu- men %/	Precio Implícito %/	Val- or %/
I. AGROPECUARIAS	355.94	445.67	—	—	25.21
Banano	140.54	165.73	6.85	10.37	17.92
Flores	98.68	117.40	11.62	6.59	18.97
Azúcar	14.72	21.85	73.18	-14.26	48.49
Algodón	26.74	50.98	54.84	23.12	90.65
Tabaco negro	14.74	17.17	31.23	-11.25	16.47
Cacao en grano	6.83	14.38	128.41	-7.82	110.55
Crustáceos y moluscos congelados	27.38	27.72	3.92	-2.44	1.38
Carne de bovino	12.20	5.73	-58.45	13.10	-53.01
Hortalizas y frutas	6.52	6.50	3.74	-3.82	-0.23
Demás productos	7.60	18.18	—	—	139.32
II. MINERAS	235.14	392.60	—	—	66.96
Carbón	155.86	240.92	54.68	-0.07	54.58
Ferromágnel	40.17	91.37	-20.75	187.05	127.48
Platino	0.05	8.15	—	60.20	—
Piedras preciosas	31.84	49.30	-5.39	63.63	54.81
Demás productos	7.22	2.87	—	—	-60.29
III. INDUSTRIALES	563.32	628.52	—	—	11.58
Alimentos y bebidas	40.83	39.13	-1.62	-2.59	-4.16
Hilados y tejidos	58.64	53.44	-7.68	-1.29	-8.87
Confecciones	76.45	115.69	56.13	-3.08	51.32
Madera y sus manufacturas	14.73	6.82	-56.59	6.64	-53.71
Cuero y sus manufacturas	64.62	69.60	28.40	-16.11	7.71
Artes gráficas	59.40	63.92	-6.83	15.49	7.60
Industria química	114.5	137.29	—	—	19.91
Cemento	30.97	33.38	-4.60	12.98	7.78
Otros minerales no metálicos	14.22	13.48	—	—	-5.16
Metalmeccánico	62.96	59.15	4.37	-9.98	-6.05
Otras industrias manufactureras	26.00	36.62	—	—	40.86
IV. TOTAL	1154.40	1466.79	—	—	27.06

Fuente: INCOMEX.

fue particularmente notable por cuanto el crecimiento reciente surgió más del dinamismo del volumen exportado que del comportamiento de los precios externos, varios de los cuales manifestaron, por el contrario, reducciones no despreciables. En efecto, el índice de quantum de las exportaciones agropecuarias aumentó en 21.7% entre los primeros semestres de 1987 y 1988, mientras el de precios lo hizo en menos de 6%.

El segundo fenómeno que se destaca en el Cuadro 9 es que si bien el crecimiento de las exportaciones industriales fue satisfactorio, al alcanzar 11.6% entre los primeros semestres de 1987 y 1988, no lo fue con el mismo grado de dinamismo que se había manifestado entre 1986 y 1987, cuando ellas crecieron en 20.4%⁹. Además resulta preocupante constatar que el crecimiento reciente de las exportaciones industriales estuvo particularmente concentrado en algunos subsectores —como el de confecciones, que creció en 51.3%, o el de industria química, que lo hizo en 20%—. Otros subsectores —como alimentos y bebidas, hilados y tejidos, madera y metalmecánico— mostraron reducciones absolutas en el valor de sus exportaciones, que contrastan abiertamente con las tendencias positivas que traían en los años inmediatamente precedentes.

Dado el alto ritmo anual de crecimiento del conjunto de las exportaciones menores que se observa al comparar las cifras de manifiestos de aduana de los primeros semestres de 1987 y 1988 —de 30.5%, como ya se había mencionado—, puede resul-

tar sorprendente la afirmación hecha en el análisis de actividad productiva de la primera sección de este capítulo, según la cual uno de los factores que estarían contribuyendo a deteriorar los niveles de demanda agregada durante el presente año sería el comportamiento de esas exportaciones menores. La explicación de esta aparente paradoja, sin embargo, se puede obtener en el Cuadro 10. Si bien los ritmos de crecimiento de las exportaciones menores según manifiestos de aduana, son de 38.5% y 20.2%, respectivamente, al comparar los primeros dos trimestres de 1988 con los mismos períodos de 1987, los valores exportados en esos dos trimestres de 1988 son inferiores a los del último trimestre del año anterior. Aparentemente, por lo tanto, las exportaciones menores crecieron muy rápidamente *a lo largo* de 1987 para después decrecer, y estancarse durante los dos primeros trimestres de 1988 en niveles inferiores a los de finales del año anterior. En la medida en que este comportamiento observado en la serie trimestral de las exportaciones según manifiestos de aduanas estuviera reflejando una tendencia hacia el futuro, las cifras denotarían una situación claramente preocupante. No obstante, las cifras sobre registros de exportaciones menores ante el INCOMEX, que también se presentan en el Cuadro 10, sugieren que dicho estancamiento en los manifiestos de aduana debe tener un carácter puramente temporal. De hecho, esos registros no sólo muestran altas tasas de crecimiento entre los dos primeros trimestres de 1988 y los mismos períodos de 1987, sino que no muestran ningún estancamiento con respecto a los últimos trimestres de ese último año. Por el

⁹ *Ibid.*

CUADRO 10
COMPORTAMIENTO TRIMESTRAL DE LAS EXPORTACIONES MENORES
1986 – 1988
(US\$ millones)

Trimestre	1986	1987	1988	Variación 1987/86 %	Variación 1988/87 %
A. Manifiestos					
I	304.7	323.5	447.9	6.19	38.45
II	300.0	381.8	458.9	27.26	20.19
III	393.1	429.0		9.12	
IV	402.6	529.4		31.50	
Total	1400.4	1663.7		18.80	
B. Registros					
I	244.6	345.9	451.3	41.40	30.48
II	346.3	474.6	539.0	37.07	13.57
III	352.7	383.2		8.67	
IV	379.3	432.9		14.13	
Total	1322.9	1636.7		23.72	

^a Excluye exportaciones de café, combustibles, carbón y ferroníquel.

Fuente: DANE e INCOMEX.

contrario, los registros de exportaciones menores sugieren claramente que el dinamismo se mantiene y que las exportaciones menores que efectivamente se realicen —dando lugar a manifiestos de aduana— van a seguir creciendo rápidamente en lo que resta del presente año.

2. Importaciones

Como se anotó anteriormente, la razón principal para el deterioro del balance comercial entre los primeros semestres de 1987 y 1988, fue el crecimiento excesivo en el valor de las importaciones (ver Cuadro 7). Incluso cuando se descuenta el incremento en las compras externas de combustibles el aumento de casi US\$350 millones en el resto de las importa-

ciones, equivalente a un 16.90%, resulta ciertamente preocupante, máxime cuando ese aumento es aún mayor cuando se le mide en términos de registros aprobados por el INCOMEX —de 17.80% según el Cuadro 11—. Crecimientos de estas proporciones son claramente excesivos para ser justificados en términos de requerimientos del aparato productivo nacional convirtiéndose, por el contrario, en amenaza para la estabilidad de la balanza de pagos en el mediano plazo y para el propio dinamismo de la producción.

Adicionalmente, el comportamiento de las importaciones en el primer semestre de 1988 no sólo resulta preocupante por su crecimiento global sino por los cambios que se observan

CUADRO 11

IMPORTACIONES TOTALES SEGUN USO O DESTINO ECONOMICO Y CARACTER DEL IMPORTADOR

Enero – Junio
(Millones de dólares)

	Oficiales			Privadas			Totales		
	1987	1988	Variación %/o	1987	1988	Variación %/o	1987	1988	Variación %/o
I. BIENES DE CONSUMO	27.6	70.1	154.2	251.6	281.7	12.0	279.2	351.8	26.0
1. No duradero	3.5	30.0	753.7	152.8	148.8	-2.6	156.3	178.8	14.4
2. Duradero	24.1	40.0	66.4	98.9	133.0	34.5	122.9	173.0	40.8
II. MATERIAS PRIMAS Y PRODUCTOS INTERMEDIOS	149.7	213.1	42.4	1074.5	1307.5	21.7	1224.2	1520.6	24.2
1. Combustibles	24.4	65.3	167.5	14.2	29.6	108.6	38.6	94.9	145.9
2. Para agricultura	10.1	10.6	5.1	81.7	139.0	70.3	91.8	149.7	63.1
3. Para industria	115.1	137.1	19.1	978.7	1138.9	16.4	1093.8	1276.0	16.7
III. BIENES DE CAPITAL	142.8	231.8	62.3	816.6	781.6	-4.3	959.4	1013.4	5.6
1. Materiales de construcción	14.7	18.7	27.2	26.5	45.7	72.4	41.2	64.4	56.3
2. Para agricultura	0.9	0.1	-90.1	40.4	30.6	-24.2	41.3	30.7	-25.7
3. Para industria	92.0	167.1	81.6	568.3	477.2	-16.0	660.3	644.3	-2.4
4. Equipo de transporte	35.2	46.0	30.6	181.4	228.0	25.7	216.6	274.0	26.5
IV. DIVERSOS	3.1	5.2	64.3	6.6	21.5	228.4	9.7	26.7	175.3
TOTAL IMPORTACIONES	323.2	520.2	61.0	2149.3	2392.3	11.3	2472.5	2912.5	17.8

Fuente: INCOMEX.

en su composición. De hecho, las cifras recientes muestran una reversión de varias tendencias favorables que se habían observado en 1987. En particular, en ese año las importaciones oficiales aparecían prácticamente estancadas y el crecimiento global respondía fundamentalmente a mayores compras externas de insumos y de bienes de capital por parte del sector privado, lo cual resultaba ciertamente saludable para alimentar el aparato productivo nacional. En el primer semestre de 1988, en cambio, se observó un aumento desmesurado —de 61%— en las importaciones oficiales, al tiempo que las importaciones del sector privado manifestaron un desplazamiento de bienes de capital hacia bienes de consumo duradero, el cual resulta imposible de justificar en las condiciones actuales del país.

Entre los primeros semestres de 1987 y 1988, las importaciones privadas de bienes de capital mostraron una reducción de 4.3% y las dirigidas a la agricultura y a la industria cayeron en 24.2% y 16.0%, respectivamente, reflejando una preocupante reversión de la dinámica de inversión que se había presentado en los dos años anteriores. Las importaciones de bienes de consumo duradero del sector privado, en cambio, mostraron un crecimiento de casi 35%.

Por otra parte, el incremento por cerca de US\$200 millones en los registros aprobados para importaciones oficiales sólo puede ser justificado marginalmente por las necesarias compras externas de alimentos dirigidas a combatir la aceleración de la inflación. De hecho, esas compras de alimentos permiten entender el incremento de US\$26.5 millones en las

importaciones oficiales de bienes de consumo no duradero y parte de los US\$23.0 millones en que se incrementaron las importaciones oficiales de materias primas para la agricultura y la industria (donde se clasifican por ejemplo las compras externas de cereales). Las mayores necesidades de importación de combustibles, por otro lado, permiten entender un incremento en esas compras de algo más de US\$40 millones. Sin embargo, el incremento de más de US\$100 millones en las compras oficiales de bienes de consumo duradero y de bienes de capital resulta más difícil de explicar. En una medida muy importante, este incremento refleja las mayores compras de carácter militar realizadas por el gobierno, las cuales no responden a las prioridades de gasto social que se habían planteado en el Plan de Desarrollo y tampoco se puede justificar con base en la situación de violencia interna que vive el país, ya que están más dirigidas a la compra de armamento para guerras convencionales de defensa, frente a supuestas agresiones externas, que a la adquisición del equipo necesario para actividades militares relacionadas con el orden público interno.

B. Evolución de la balanza cambiaria

El deterioro en el balance comercial comentado en la sección anterior se refleja a nivel de las operaciones cambiarias realizadas entre enero y agosto del presente año. Sin embargo, el deterioro en ese balance a nivel de las operaciones con divisas —de un 17.9% de acuerdo con el Cuadro 12— resultó menos marcado que a nivel de las transacciones de bienes efectivamente realizadas —de 64.2%,

CUADRO 12
BALANZA CAMBIARIA
Enero – Agosto
(Millones de dólares y porcentajes)

	1987	1988	Variación (%)
I. BALANCE COMERCIAL	485.0	398.3	-17.9
A. Exportaciones de bienes	2194.8	2420.7	10.3
1. Café	972.3	908.1	-6.6
2. Petróleo, carbón y ferroníquel	273.7	394.2	44.0
4. Otros	948.8	1118.4	17.9
B. Compras de oro	241.5	272.6	12.9
C. Importaciones de bienes	1951.3	2295.0	17.6
II. BALANCE DE SERVICIOS Y TRANSFERENCIAS	-154.9	-330.1	113.1
A. Servicios de capital	-670.1	-669.9	-0.0
1. Intereses (neto)	-571.5	-580.7	1.6
2. Utilidades y dividendos	-98.6	-89.2	-9.5
B. Servicios no financieros netos	220.1	-53.6	-
C. Transferencias	235.8	318.7	35.2
D. Capital petróleo, minero y pagos para refinación ^a	59.3	74.7	26.0
III. BALANCE DE TRANSACCIONES CORRIENTES	330.1	68.2	-79.3
IV. FINANCIACION	-454.0	389.1	-
A. Inversión extranjera neta	27.2	18.8	-30.9
B. Endeudamiento público neto	-434.4	457.9	-
C. Endeudamiento privado neto	-41.8	17.3	-
D. Endeudamiento Bco. República	-5.0	-104.9	-
V. OTROS MOVIMIENTOS DE DIVISAS	63.9	9.0	-
VI. CAMBIO RESERVAS BRUTAS	-60.0	466.3	-

^a Incluye divisas vendidas por filiales extranjeras para sus gastos domésticos, compras de petróleo para refinación y gas natural.

Fuente: Banco de la República, cifras preliminares.

de acuerdo con el Cuadro 8—, debido a que la reducción en el valor de las exportaciones de petróleo no se reflejó íntegramente en menores reintegros de divisas por ese concepto. Así, el balance entre reintegros y giros de divisas por operaciones comerciales se mantuvo superavitario en casi US\$400 millones durante los primeros ocho meses de 1988.

El superávit comercial de la balanza cambiaria estuvo contrarrestado en su mayor parte por un déficit de US\$ 330 millones en el balance de servicios y transferencias. Ello explica que el resultado neto de transacciones corrientes con divisas haya sido superavitario en sólo US\$68.2 millones entre enero y agosto de 1988, cuando en el mismo período del año anterior lo era en US\$330.1 millones (ver Cuadro 12). La razón para este fuerte deterioro debe ubicarse fundamentalmente en lo sucedido con los flujos netos de divisas clasificados en el rubro de servicios no financieros, donde, como es bien sabido, tienen mucha influencia las operaciones ilegales de exportación e importación de bienes (contrabando) y de capitales. Dichos flujos netos, de hecho, pasaron de ser positivos en US\$220 millones a ser negativos en casi US\$ 54 millones entre los períodos enero-agosto de 1987 y 1988. Las cifras trimestrales correspondientes, que se presentan en el Cuadro 13, muestran además que la reversión en la tendencia positiva que traían esos flujos se produjo drásticamente entre el último trimestre de 1987 y el primero del presente año, cuando pasaron de representar US\$117.3 millones a ser negativas en US\$34.1 millones. Esta reversión puede haber estado relacionada en parte con los flujos ilegales

de capital que indujeron a comienzos del año las medidas de control tributario sobre los depósitos en el sistema financiero nacional, medidas estas que sólo se desmontaron en el mes de abril.

Pese al deterioro por más de US\$260 millones en el balance de transacciones corrientes de divisas, que se manifiesta al comparar las cifras de los ocho primeros meses de 1988 con las del mismo período de 1987, el comportamiento de las reservas internacionales es mucho más favorable en el presente año, cuando se observa un incremento de US\$466 millones que contrasta con la caída de US\$60 millones entre enero y agosto del año anterior. La razón de este drástico contraste se ubica en lo sucedido con los flujos de endeudamiento público neto, los cuales, como se aprecia en el Cuadro 13, manifestaron una mejoría por casi US\$900 millones al comparar los primeros ocho meses de 1987 y 1988, gracias fundamentalmente al desembolso del crédito Concorde en este último año.

C. Negociaciones sobre la deuda externa y perspectivas de la balanza de pagos en el mediano plazo

El desembolso del crédito Concorde a mediados del presente año ha impedido que Colombia vuelva a ser exportador neto de capitales en 1988, como lo fue en 1987. Sin embargo, no existe aún una garantía de que ello siga siendo así en el futuro, debido a la renuencia de los bancos comerciales extranjeros a prestar al país los US\$1.850 millones solicitados mediante un préstamo sindicado. Unidos con los US\$200 millones que ya han sido negociados por aparte

CUADRO 13

INGRESOS NETOS DE LA BALANZA DE SERVICIOS NO FINANCIEROS
(US\$ millones)

Trimestre	1984	1985	1986	1987	1988
I	-115.00	-59.50	-8.68	71.40	-34.10
II	-102.70	-95.80	-29.42	93.10	-28.67
III	-155.50	-17.80	29.00	78.20	9.17 ^a
IV	-77.20	-28.40	33.80	117.30	
TOTAL	-450.40	-201.50	24.70	360.00	

^a Cifra correspondiente a los meses de julio y agosto de 1988.

Fuente: Banco de la República, Balanzas Cambiarias.

con algunos bancos, esos recursos apenas cubrirían las amortizaciones por US\$2.050 millones que se tienen programadas para 1989 y 1990 con la banca comercial.

En caso en que se mantenga la renuencia de los bancos a refinanciar dichas amortizaciones mediante el mecanismo de créditos "voluntarios", el país se verá abocado a entrar en un proceso formal de restructuración de su deuda. Paradójicamente ello demostraría lo errado de la estrategia adoptada hasta el momento, consistente en cumplir fielmente con todas las obligaciones externas, en la esperanza de recibir un tratamiento preferencial en el otorgamiento de nuevos créditos. De hecho, Colombia no ha tenido mayor acceso a recursos de crédito neto de la banca comercial que muchos de los países que restructuraron sus deudas desde el comienzo de la crisis de la deuda, en 1982. Además, las condiciones financieras de préstamos como el Jumbo o el Concorde o incluso las solicitadas para el nuevo préstamo sindicado,

han sido menos ventajosas en términos de plazos, tasas de interés y comisiones a las de las negociaciones logradas por otros países latinoamericanos en el mismo período. Esto se aprecia fácilmente con ayuda del Cuadro 14. Mientras en la cuarta ronda de restructuraciones latinoamericanas, llevada a cabo entre 1986 y 1987, los plazos otorgados fueron en promedio de 17 años, en el crédito Jumbo el plazo fue de sólo 8.2 años, en el Concorde de 10.1 años e incluso en el crédito solicitado recientemente por US\$1.850 millones, los plazos buscados estarían apenas en 14 ó 15 años. Así mismo, aunque las condiciones en términos de períodos de gracia, de tasas de interés y de comisiones han venido mejorando para Colombia a lo largo de los últimos años, ellas lo han hecho en forma más lenta que las condiciones otorgadas a otros países latinoamericanos en las rondas consecutivas de restructuraciones. Los márgenes sobre la tasa Libor buscados por Colombia en el crédito de US\$1.850 millones, por ejemplo, al ubicarse entre 0.88 y

CUÁDRO 14

**COMPARACION DE LAS CONDICIONES DE LOS PRESTAMOS
CONTRATADOS CON LA BANCA COMERCIAL Y LAS
REESTRUCTURACIONES DE LA DEUDA**

	Plazo (años) ^a	Período de gracia (años)	Margen sobre Libor o/o	Comisiones o/o
A. Colombia				
1979-82 (promedio ponderado)	10.1	5.4	0.68	n.d.
1983 - Préstamo de \$210 millones para el gobierno nacional	5.1	2.1	1.63	1.00 ^c
1985 - Jumbo	8.2	2.7	1.44 ^b	0.75 ^c
1988 - Concorde	10.1	5.1	0.94	0.63 ^c
1988 - Crédito de US\$1850 millones (condiciones buscadas)	14-15	5-6	0.88-0.94	n.d.
B. Reestructuraciones latinoamericanas				
1982/83 - Primera ronda	7.3	n.d.	2.09	1.18
1983/84 - Segunda ronda	9.6	n.d.	1.66	0.75
1984/85 - Tercera ronda	12.9	n.d.	1.20	0.03
1986/87 - Cuarta ronda	17.0	n.d.	0.85	0.00

^a Desde la fecha de la firma del contrato.

^b Promedio ponderado de 1.50/o durante 4 años y 1.38/o con posterioridad.

^c Comisiones de préstamo y desembolso.

Fuentes: Eduardo Lora y José Antonio Ocampo, "Colombia y la deuda externa: De la moratoria de los treinta a la encrucijada de los ochenta", Bogotá, Tercer Mundo Editores y FEDESARROLLO, 1988, p. 137. Las condiciones del crédito de US\$1.850 millones se tomaron de la Contraloría General de la República, "Informe Financiero", junio, 1988.

0.94/o, son menos favorables a los de 0.85/o obtenidos en promedio por dicho países en la cuarta ronda de reestructuraciones.

En las condiciones actuales, una reestructuración permitiría eventualmente mejorar las condiciones financieras de la deuda colombiana con la banca comercial. Ello, además, sería particularmente cierto en la medida en que el país lograra aprovechar en su beneficio parte del descuento con que se está transando su deuda en los mercados financieros externos, que

de acuerdo con noticias de prensa ya supera el 40/o de su valor nominal¹⁰, cuando hasta agosto del año pasado se encontraba por debajo del 20/o¹¹. Más importante aún, sin embargo, es anotar que con una reestructuración, el país podría obtener recursos de crédito neto superiores a los que está

¹⁰ *El Tiempo*, septiembre 9, 1988.

¹¹ Ver José Antonio Ocampo y Eduardo Lora, *Colombia y la deuda externa: De la moratoria de los treinta a la encrucijada de los ochenta*, Bogotá, Tercer Mundo Editores y FEDESARROLLO, 1988, Capítulo 3, Cuadro 8.

solicitando a la banca internacional, en la medida en que parte de los pagos de intereses programados para los próximos años entraran en el paquete de recursos por refinanciar. Incluso si el gobierno no desea incrementar sus niveles de endeudamiento neto por encima de los planes que se tienen bajo el esquema de créditos "voluntarios", en un esquema de restructuración formal de la deuda la refinanciación parcial de los intereses sería deseable como medida precautelativa. Con esa refinanciación, en efecto, se obtendrían automáticamente recursos de crédito neto y se podrían compensar las eventuales reducciones en los flujos de crédito de corto plazo para importaciones, o en los flujos de crédito de la banca multilateral y bilateral, que pudieran presentarse como retaliación frente a la adopción de ese tipo de esquema.

* Por otra parte, la alternativa de la restructuración de la deuda externa podría tener ventajas desde el punto de vista del manejo de la política económica interna en la medida en que otorgaría al país una mayor independencia frente a las presiones de organismos multilaterales de crédito por abrir la economía en direcciones que no resultan deseables. En particular, las presiones que ha enfrentado el país para que liberalice sus importaciones y para que desmonte sus sistemas de fomento a ciertas actividades podrían ser sorteadas con mayor libertad y mayor poder de negociación si se recurre al mecanismo de la restructuración.

Por supuesto, la confrontación con la banca internacional que probable-

mente conllevaría la decisión de restructurar la deuda externa también implicaría costos importantes, como la ya mencionada eventualidad de una reducción en los flujos de crédito de corto plazo o en los préstamos de la banca multilateral y bilateral. Las condiciones actuales del país sin embargo, permitirían minimizar esos costos, gracias a los altos niveles de reservas internacionales y a las favorables perspectivas de mediano plazo de la Balanza de Pagos, las cuales por demás se podrían fortalecer con una política gradual de devaluación real y con una reversión del proceso de liberación de importaciones. Dilatar la decisión de restructurar, en cambio, haría cada vez más grandes los costos de adoptarla.

Como es bien sabido, uno de los obstáculos más importantes que han enfrentado las autoridades para entrar en el esquema de restructuración de la deuda se relaciona con los problemas que ello conllevaría para el manejo de las finanzas al interior del sector público. Ese esquema requeriría la creación de un mecanismo de intermediación financiera encaminado a transferir recursos de las entidades que hoy se encuentran endeudadas hacia las que requieren financiamiento en el futuro cercano. Más que dilatar la decisión de la restructuración por este motivo, sin embargo, las autoridades deberían agilizar la creación de ese mecanismo para evitar que restricciones institucionales internas se conviertan en la causa de una política exterior ineficiente.

III Finanzas públicas

Las cifras preliminares disponibles permiten estimar un déficit del sector público consolidado de \$111.100 millones en el primer semestre de 1988 (Cuadro 15)¹². Este déficit es superior en casi un 50% al observado en el mismo período del año anterior. Sin embargo, su magnitud es relativamente baja cuando se tiene en cuenta que representa menos de una tercera parte del déficit proyectado en el programa macroeconómico para el año completo, el cual es del orden de \$350.000 millones (equivalente al 3% del PIB). Además, se destaca que el déficit consolidado observado en el primer semestre obedeció íntegramente a lo sucedido con las finanzas del Gobierno Central y con las del Fondo Nacional del Café, ya que las del resto del sector público descentralizado se mantuvieron prácticamente equilibradas, mostrando incluso un pequeño superávit.

A. Situación financiera del Gobierno Central

De acuerdo con las cifras publicadas por la Contraloría General de la República, el déficit de operaciones efectivas del Gobierno Central en el

primer semestre del año se acercó a los \$90.000 millones, superando ampliamente al del mismo período de 1987. Las razones para este incremento se ubican en un crecimiento relativamente bajo de los ingresos (de 25.20% nominal) y en un crecimiento particularmente alto de los gastos corrientes (de 48.30% nominal cuando se excluyen los pagos de intereses). Estos fenómenos contrarrestan plenamente el muy lento crecimiento de los pagos de inversión, que de acuerdo con el Cuadro 15 fue de sólo 2.90%.

El comportamiento de los ingresos y de los gastos en el primer semestre de 1988, sin embargo, no refleja lo que puede esperarse de ellos para el año completo, debido a la presencia de problemas específicos que merecen ser analizados en mayor detalle.

1. Ingresos del Gobierno Central

En el caso de los ingresos, el relativamente bajo crecimiento del primer semestre se origina en parte en la existencia de retrasos en los recaudos de la Tesorería, debido al traslado a los bancos de los procesos de recolección de los impuestos de renta y de ventas, y a cambios en los calendarios. De hecho, las cifras de ingresos de Tesorería acumuladas hasta agosto manifiestan ya una tasa anual de crecimiento de 33.40%, considerablemente superior a la observada en los primeros seis meses (25.20%), tal como se apreciaba en el Cuadro 16. Ese crecimiento, aproximadamente igual

¹² Para el Gobierno Central y el Fondo Nacional del Café se utilizaron cifras de la Contraloría General de la República, "La coyuntura fiscal del primer semestre de 1988", *Informe Financiero*, julio de 1988. Para el resto del sector público, las cifras fueron tomadas del Programa de Seguimiento Financiero de Planeación Nacional. En todos los casos, esas cifras fueron ajustadas por FEDESARROLLO para evitar incluir operaciones de crédito por encima de la línea del déficit.

CUADRO 15
BALANCE DE OPERACIONES EFECTIVAS DEL
SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO
(Miles de millones de pesos)

	Enero — Junio		Variación o/o
	1987	1988	
I. INGRESOS	984.1	1278.2	29.9
A. Gobierno Nacional Central	388.1	485.7	25.2
B. Sector descentralizado sin FNC	581.8	758.5	30.4
C. Fondo Nacional del café ^a	14.2	34.0	139.4
II. PAGOS CORRIENTES EXCLUYENDO INTERESES	667.2	889.6	33.3
A. Gobierno nacional Central ^b	271.9	403.3	48.3
B. Sector descentralizado sin FNC	349.3	441.8	26.5
C. Fondo Nacional del Café ^c	46.0	44.5	-3.3
III. PAGOS DE INTERESES	138.8	180.3	29.9
A. Gobierno Nacional Central ^d	56.9	74.2	30.4
B. Sector descentralizado sin FNC	81.9	106.1	29.5
C. Fondo Nacional del Café	n.d.	n.d.	n.d.
IV. PAGOS DE INVERSION	252.8	319.4	26.4
A. Gobierno Nacional Central	94.6	97.3	2.9
B. Sector descentralizado sin FNC	157.8	210.1	33.1
C. Fondo Nacional del Café	0.4	12.0	—
V. SUPERAVIT (+) O DEFICIT (-)	-74.7	-111.1	48.8
A. Gobierno Nacional Central	-35.3	-89.1	152.6
B. Sector descentralizado sin FNC	-7.2	0.5	—
C. Fondo Nacional del Café	-32.2	-22.5	-30.1

^a Ingresos netos de compras de café.

^b Incluye compras de equipo militar no registradas en las cifras de Tesorería.

^c Incluye pagos de intereses y transferencias.

^d Incluye intereses sobre TAN.

Fuentes: Las cifras sobre el Gobierno Central y el Fondo Nacional del Café son tomadas de la Contraloría General de la Nación, "La Coyuntura Fiscal del Primer Semestre de 1988", *Informe Financiero*, julio de 1988. Las del Sector Público Descentralizado corresponden a cifras provisionales del Programa de Seguimiento Financiero del DNP-UIP. Todos los balances fueron ajustados por FEDESARROLLO, trasladando hacia abajo de la línea del déficit operaciones de financiamiento que en las fuentes originales estaban clasificadas por encima.

al del ingreso nominal de la economía, resulta particularmente satisfactorio cuando se tiene en cuenta que en los primeros meses de 1987 se obtuvieron ingresos extraordinarios por la amnistía tributaria (estimados en cerca de \$21.000 millones) y por transferencias hacia el Gobierno Nacional de recursos de Ecopetrol y del Fondo Nacional del Café (equivalen-

tes a más de \$25.000 millones), los cuales no tienen contrapartida en 1988.

2. Gastos corrientes del Gobierno Central

El crecimiento anormalmente alto de los gastos corrientes del Gobierno Central en el primer semestre de

CUADRO 16
BALANCE DE TESORERIA DEL GOBIERNO CENTRAL
(Miles de millones de pesos y porcentajes)

	Enero-Junio			Enero-Agosto		
	1987	1988	Varia- ción o/o	1987	1988	Varia- ción o/o
I. INGRESOS CORRIENTES						
NETOS	388.1	485.6	25.14	554.3	739.6	33.43
II. GASTOS CORRIENTES	309.2	446.3	44.37	423.6	600.2	41.69
A. Funcionamiento	268.9	390.4	45.20	374.7	533.6	42.41
1. Servicios personales	69.0	100.6	45.85	96.4	137.0	42.12
2. Gastos generales y otros	14.8	20.3	37.43	20.5	30.4	48.29
3. Transferencia	185.1	269.5	45.58	257.8	366.2	42.05
B. Intereses de la deuda	40.3	55.9	38.77	48.9	66.6	36.20
III. AHORRO (I-II)	78.9	39.3	-50.16	130.7	139.4	6.66
IV. INVERSION	94.6	97.3	2.92	126.2	157.2	24.56
A. Pagos directos de Tesorería	73.1	97.3	33.12	n.d.	n.d.	n.d.
B. Resto ^a	21.5	0.0	—	n.d.	n.d.	n.d.
V. SUPERAVIT (+) O						
DEFICIT (-)	-15.6	-58.0	—	4.5	-17.8	—

^a Incluye inversión indirecta en el sector eléctrico y transferencia para pago de deuda del sector descentralizado.

Fuente: Tesorería General de la República.

1988, que como se anotó anteriormente, contribuyó de manera decisiva al incremento en su déficit de operaciones efectivas, debe explicarse fundamentalmente por tres elementos.

En primer lugar, el crecimiento general de los salarios gubernamentales y la restructuración de la planta de personal de algunas entidades (como la Registraduría, Planeación Nacional, el Ministerio de Defensa y el de Justicia), permiten entender un incremento considerable en el valor de las nóminas, el cual se refleja en un aumento de 45.90/o en los gastos clasificados como servicios personales entre los primeros semestres de 1987 y 1988. Ese incremento es algo inferior, del 42.10/o, cuando se compa-

ran las cifras acumuladas entre enero y agosto de cada año (Cuadro 16).

En segundo lugar, una parte importante del aumento en los gastos corrientes del Gobierno Nacional registrados en las cifras sobre operaciones efectivas del Cuadro 15 corresponde a las mayores adquisiciones de equipo militar. Desafortunadamente, sin embargo, la información disponible no permite cuantificar de manera más precisa el valor de estas adquisiciones, máxime cuando parte de ellas no son registradas contablemente como gastos de la Tesorería General de la Nación, al ser realizadas al margen de esta entidad mediante operaciones en moneda extranjera manejadas directamente por las Fuerzas Armadas del país.

En tercer lugar, pero no menos importante, el aumento en los gastos corrientes no financieros del Gobierno Nacional responde en buena medida a las mayores transferencias realizadas por éste hacia los municipios, de acuerdo con la Ley de Descentralización de 1986. Ello se puede apreciar claramente en las cifras sobre pagos de Tesorería que se presentan en el Cuadro 16. Del incremento de \$121.500 millones que se observa en los pagos corrientes diferentes de intereses, entre los primeros semestres de 1987 y 1988, las transferencias explican \$84.400 millones, al haber crecido en un porcentaje superior al 450/o. La tasa de crecimiento de esas transferencias entre las cifras acumuladas hasta agosto de los mismos años, además, se mantiene en un nivel similar, de 42.00/o y, lo que es aún más significativo, la meta planteada por el Gobierno para el año completo es de un incremento superior al 650/o¹³.

3. Gastos de inversión del Gobierno Central

Como ya se mencionó, la tasa de crecimiento de los pagos de inversión del Gobierno Central entre los primeros semestre de 1987 y 1988 fue de sólo 2.90/o nominal, lo cual implica una drástica contracción de esos pagos en términos reales. Esta cifra, sin embargo, puede resultar engañosa, ya que oculta un crecimiento mucho más alto, del orden de 330/o nominal, en los pagos *directos* de inversión de Tesorería. Este último es oscurecido en la cifra global por cuanto

los pagos de inversión *indirecta* del Gobierno Nacional en el Sector Descentralizado, que no son otra cosa que transferencias para pago de deuda externa, pasaron de ser \$21.458 millones en el primer semestre de 1987 a ser nulas en el mismo período de 1988 (ver Cuadro 16). Así, los pagos de inversión del Gobierno Nacional que realmente constituyen demanda efectiva por bienes y servicios, y contribuyen a la formación de capital físico y social en el país, no tuvieron en el primer semestre del presente año un comportamiento tan desfavorable como el lento crecimiento que la cifra total de inversión pudiera sugerir.

Por otra parte, sin embargo, lo que resulta muy preocupante es observar que la gran mayor parte de los pagos de inversión realizados durante el primer semestre de 1988 correspondieron a apropiaciones presupuestales de años anteriores y no a las del presupuesto vigente. Los retrasos en la ejecución del presupuesto de inversión en los primeros seis meses de 1988 fueron anormalmente altos, como se puede deducir fácilmente de las cifras del Cuadro 17. Pese a un crecimiento de casi 520/o en las apropiaciones entre los primeros semestres de 1987 y 1988, los acuerdos correspondientes se redujeron en 10.70/o, los giros en 8.00/o y los pagos efectivos sobre dichas apropiaciones en 40.50/o. La explicación de este fenómeno se encuentra en las grandes dificultades que experimentó la aprobación de las adiciones presupuestales por parte del Consejo de Estado, que a su vez estuvieron vinculadas con las demoras que se presentaron para el desembolso del crédito Concorde. Por esta razón, la ma-

¹³ DNP, *Comportamiento de la economía colombiana en 1988 y evaluación del programa macroeconómico*, Documento DNP-2394-UPG-UIP, septiembre 15 de 1988.

CUADRO 17

APROPIACION Y EJECUCION DEL PRESUPUESTO DE INVERSION
(Miles de millones de pesos y porcentajes)

	Apropiaciones	Acuerdos	Giros	Pagos
Acumulado Enero-Mayo				
1987	231.1	52.6	44.6	33.9
1988	196.0	40.0	34.3	21.4
Variación %o	-15.2	-24.0	-23.1	-36.9
Acumulado Enero - Junio				
1987	231.1	63.2	57.9	44.8
1988	350.8	56.5	53.3	26.7
Variación %o	51.8	-10.7	-8.0	-40.5
Acumulado Enero - Julio				
1987	281.0	75.7	62.8	59.3
1988	350.8	69.0	62.0	39.9
Variación %o	24.8	-8.9	-1.3	-32.8
Acumulado Enero - Agosto				
1987	n.d.	n.d.	n.d.	69.8
1988	n.d.	n.d.	n.d.	70.1
Variación %o	n.d.	n.d.	n.d.	0.4

Fuentes: Contraloría General de la República. Informe Financiero, varios números. Las cifras de agosto sobre pagos son tomadas de la Tesorería.

por parte de dichas adiciones presupuestales sólo pudieron realizarse en el mes de junio, mes durante el cual las apropiaciones pasaron de ser \$196.048 millones a ser \$350.809 millones. Con base en este gran crecimiento de las apropiaciones en el mes de junio, es de esperar que los indicadores de ejecución presupuestal mejoren rápidamente a lo largo del segundo semestre. De hecho, las cifras sobre pagos de inversión realizados sobre la vigencia actual hasta el mes de agosto ya denotan un crecimiento positivo, de 0.40%, que a pesar de ser ínfimo, contrasta con la reducción de 40.50% que se observaba en las cifras acumuladas hasta junio

(ver Cuadro 17). Además, las cifras sobre pagos totales de inversión, incluyendo aquellos sobre vigencias anteriores, pasaron de mostrar la mencionada tasa de crecimiento de 2.90% entre los períodos enero-junio de 1987 y 1988, a mostrar una tasa de crecimiento de 24.60% entre los períodos enero-agosto de esos dos años, de acuerdo con las cifras del Cuadro 16.

B. Situación financiera del sector público descentralizado

Las cifras sobre el Sector Público Descentralizado (sin Fondo Nacional del Café) presentadas en el Cuadro 15

corresponden a las entidades del sector público sobre las cuales Planeación Nacional mantiene su Programa de Seguimiento Financiero. Sin embargo, los balances presentados en el Cuadro difieren de los producidos directamente por Planeación Nacional, ya que estos últimos fueron ajustados por FEDESARROLLO con el objeto de excluir *todas* las operaciones de crédito de los rubros clasificados por encima de la línea del déficit. De acuerdo con estas cifras ajustadas, las finanzas del sector público descentralizado, excluido el Fondo Nacional del Café, estuvieron virtualmente equilibradas durante el primer semestre de 1988.

Estos resultados, sin embargo, esconden la presencia de situaciones claramente deficitarias en la mayor parte de las entidades del sector, las cuales fueron contrarrestadas de manera casi exclusiva por el superávit de cerca de \$50.000 millones en las finanzas de Ecopetrol. Las entidades más deficitarias, entre tanto, fueron Carbo-col, con un déficit de \$17.500 millones, las del sector eléctrico, con \$23.600 millones, y el Metro de Medellín, con \$12.700 millones.

Volviendo sobre las cifras agregadas para el Sector Público Descentralizado (excluido el FNC), resulta interesante constatar, en el Cuadro 15, que

el virtual equilibrio observado en el primer semestre de 1988 —el cual implicó una mejoría, en términos financieros, frente al pequeño déficit que se observaba en el mismo período de 1987— se hizo posible gracias, fundamentalmente, a un crecimiento de los ingresos (de 30.40/o) superior al de los gastos corrientes no financieros (de 26.50/o). Los pagos de inversión, entre tanto, mostraron un crecimiento de 33.10/o, que si bien es superior al de los ingresos y denota un incremento en términos reales, está muy por debajo del que se tenía proyectado en el Programa Macroeconómico a comienzos del año, el cual era del orden de 430/o. El retraso en la ejecución de los planes de inversión de las entidades descentralizadas que denota la comparación entre estas tasas de crecimiento puede haber estado vinculado, como en el caso del Gobierno Central, con las demoras que se presentaron en la contratación y desembolsos del crédito Concorde. Es de esperar, por lo tanto, que en el segundo semestre se manifieste una aceleración importante en el ritmo de ejecución de esas inversiones. Esa aceleración será indispensable, por demás, para evitar que las tendencias recesivas de la situación de demanda agregada en la economía que se han manifestado en el período reciente, tiendan a profundizarse en el futuro cercano.

IV Situación Monetaria y financiera

A. Política monetaria y control de las tasas de interés

En los primeros ocho meses de 1988, la situación monetaria y financiera

del país estuvo dominada por los niveles excesivamente altos de las tasas de interés y por una grave restricción en la liquidez del sistema financiero y de la economía en general. En par-

te, estos fenómenos se presentaron como consecuencia de sucesos que estaban por fuera del control de las autoridades monetarias. Pero las políticas que se siguieron, en lugar de compensar los efectos de tales acontecimientos, tendieron a reforzarlos, llevando la situación a niveles realmente críticos. Sólo desde finales de agosto, las autoridades han empezado a responder en forma algo tímida a esa situación mediante las medidas de control administrativo de las tasas de interés y de menor restricción monetaria.

Con una tasa anual de inflación cercana al 300%, y un ritmo de crecimiento del ingreso nominal que debe haber oscilado alrededor del 350%, los medios de pago crecieron en julio y agosto a tasas anuales inferiores al 250% y la oferta monetaria ampliada a ritmos cercanos apenas al 220% (ver Cuadro 18). La drástica contracción de la oferta real de dinero y de los indicadores de liquidez de la economía que estas cifras implican

ha sido justificada por las autoridades como parte de una estrategia antiinflacionaria, dirigida a combatir la aceleración en el ritmo de crecimiento de los precios del primer semestre del año. Esa estrategia, sin embargo, tal como lo ha venido repitiendo FEDESARROLLO, no sólo resulta altamente ineficiente para combatir un proceso de aceleración de la inflación originado fundamentalmente en problemas específicos de un sector, como es el de alimentos, sino que implica grandes costos en términos del desempeño de la actividad productiva real. De hecho, la falta de liquidez de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda ha estado íntimamente vinculada con la recesión que, como ya se comentó, vive este año el sector de la construcción. Además, aunque es más difícil de evaluar, la iliquidez general del sistema financiero, con las altas tasas de interés que ha conllevado, puede haber tenido una influencia considerable en la desaceleración del ritmo de crecimiento de otros sectores como el industrial o el

CUADRO 18
INDICADORES MONETARIOS
Tasas anuales de crecimiento de los saldos a fin de período

	Diciembre		Enero	Febre- ro	Mar- zo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agos- to
	1986/ 85	1987/ 86	1988/ 87	1988/ 87	1988/ 87	1988/ 87	1988/ 87	1988/ 87	1988/ 87	1988/ 87
A. Base Monetaria	28.2	31.5	40.8	36.0	47.2	38.4	33.7	33.2	32.9	27.2
B. Liquidez secundaria	13.0	35.9	22.1	20.5	0.5	10.2	10.0	20.7	12.2	18.4
C. Medios de pago (M1)	22.8	32.9	33.0	29.8	28.1	26.4	24.3	28.4	24.7	23.8
1. Efectivo	18.5	32.1	42.3	45.9	50.1	35.9	28.5	37.2	35.9	29.8
2. Cuentas corrientes	25.8	33.5	29.0	23.1	19.1	22.3	22.5	24.5	20.0	21.3
D. Cuasidineros ^a	29.6	27.4	24.3	23.3	21.5	22.6	21.9	21.0	20.3	21.3
E. Oferta monetaria ampliada (M2)	26.9	29.5	27.4	25.6	23.8	24.0	22.7	23.6	21.9	22.2

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

comercial, en el período más reciente,

No existe duda, por otra parte, que la iliquidez del sistema y las altas tasas de interés han afectado negativamente el proceso de recuperación del sector financiero que se venía observando en los dos últimos años. De hecho, la cadena de quiebras y de intervenciones de entidades financieras que se presentó hacia mediados del año —la cual hizo recordar los inicios de la gran crisis financiera de 1982— no estuvo desligada de la existencia de unas tasas de interés que llegaron a ubicarse en agosto por encima de los más altos niveles alcanzados en los últimos cinco años (Gráfico 10).

Es posible identificar al menos tres mecanismos a través de los cuales unas tasas de interés excesivamente altas afectan negativamente al sistema financiero. El primero de ellos surge de la incapacidad de las entidades del sector para trasladar plenamente el aumento de las tasas de captación a mayores tasas activas o de colocación. En efecto, aunque a lo largo de 1988 las tasas de colocación manifestaron una tendencia fuertemente creciente, el margen entre ellas y las tasas pasivas de captación (esto es, el margen de intermediación) se redujo considerablemente, tal como se aprecia en el Gráfico 10.

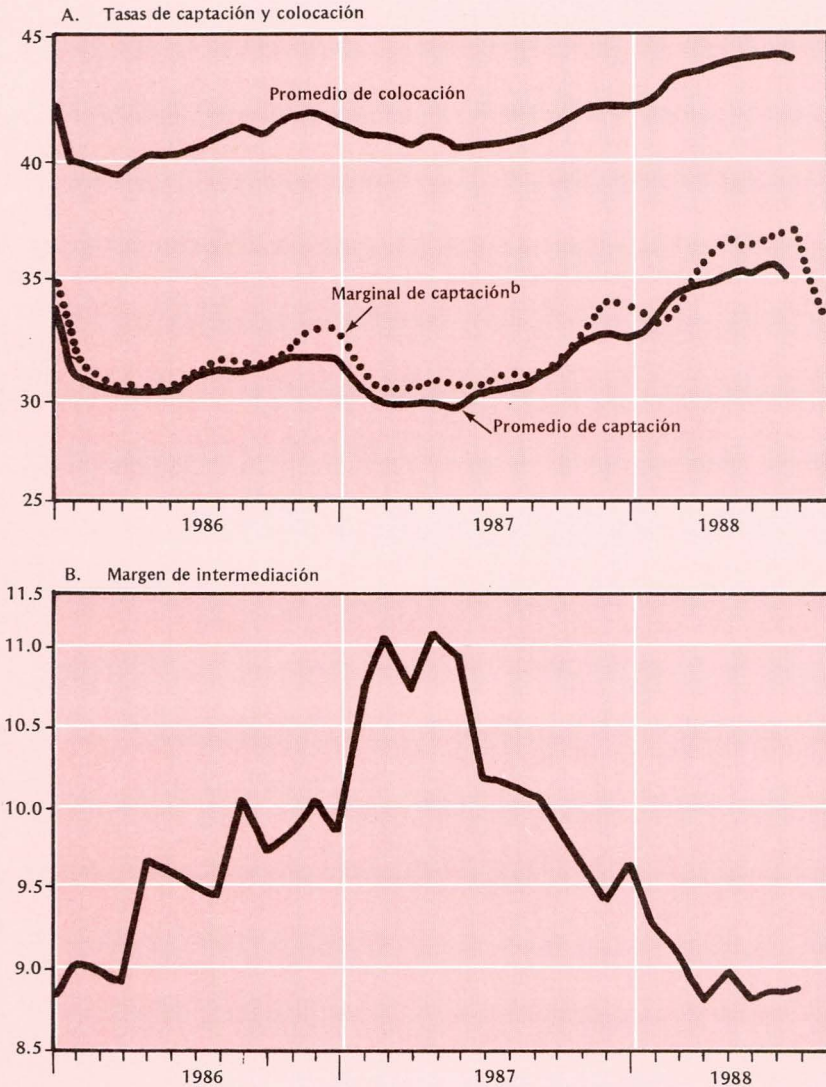
Un segundo mecanismo que también reduce los márgenes de utilidad para el sistema financiero, pero que no es captado por el margen de intermediación del Gráfico 10, es el que se produce por cuanto las altas tasas de interés desincentivan la demanda por parte del público de cuentas corrientes

y cuentas de ahorro y de UPAC. Cuando aumentan las tasas de interés de otros activos financieros (básicamente de los Certificados de Depósito a Término), se eleva el costo de oportunidad de mantener depósitos en cuentas corrientes y lo mismo sucede con el costo de oportunidad de mantener depósitos en cuentas de ahorro o de UPAC, cuyas tasas de interés se encuentran controladas y pierden por ello competitividad relativa¹⁴. Este, como se verá más adelante, es uno de los elementos que permiten explicar la pérdida de importancia relativa de estos tipos de depósitos en la composición de los activos financieros del público durante 1988. Esa pérdida de importancia, a su vez, implica para las entidades financieras la necesidad de recurrir a fuentes más costosas de recursos (como los CDTs), reduciendo con ello sus márgenes de utilidad.

El tercer mecanismo a través del cual las altas tasas de interés afectan negativamente al sistema financiero se relaciona con el aumento que ellas implican sobre el riesgo implícito en cada operación de crédito. La recuperación de cartera se hace más difícil en condiciones como las que regían antes de las recientes medidas de control, cuando las tasas de interés activas se ubicaban en un promedio cercano al 450/o efectivo y en niveles superiores al 500/o efectivo para muchas operaciones de crédito.

¹⁴ Con el objeto de contrarrestar este efecto el gobierno autorizó un aumento en la tasa de corrección monetaria de los depósitos en UPAC del 220/o en que estaba a un 240/o a partir de julio (Decreto 1319 de junio 7 de 1988). A pesar de ello, la desventaja relativa de las tasas efectivas de interés pagadas por el sistema frente a las de los Certificados de Depósito a Término del resto del sistema financiero se mantuvo en niveles excesivos.

GRAFICO 10
TASAS DE INTERESES EFECTIVAS Y MARGENES DE INTERMEDIACION
Enero, 1986 – Agosto, 1988^a



- a La cifra de agosto de 1988 corresponde únicamente a la primera semana, excepto en el caso de la tasa marginal de captación, la cual corresponde al promedio hasta agosto 24.
- b Tasa efectiva de los CDT's a 90 días de Corporaciones Financieras Privadas. La cifra de septiembre corresponde a la máxima autorizada, de 33.50/o.

Fuentes: Banco de la República y Superintendencia Bancaria.

En algunos medios se ha argumentado que tasas de interés activas del orden de magnitud mencionado no deberían ser tan preocupantes, ya que

la aceleración de la inflación observada durante el primer semestre del año hizo que ellas no fueran altas en términos reales. Este argumento, sin

embargo, carece de fundamento al menos por dos razones principales. En primer lugar, porque incluso si se considerara una tasa de inflación del 30%, como la vigente en términos del índice de precios al consumidor a mediados del año, las tasas de interés activas reales serían superiores al 10% en promedio y en muchos casos al 15%, cifras estas que pueden ser consideradas altas con cualquier punto de referencia, sea éste un patrón internacional o una tasa normal de rendimiento real de la inversión en actividades productivas. En segundo lugar, el argumento resulta aún menos serio cuando se tiene en cuenta que la tasa de inflación de 30% no es la relevante para este tipo de cálculos. En efecto, ella corresponde al crecimiento de los precios de una canasta familiar, en la que tienen un fuerte peso los alimentos, y no al crecimiento de los precios de la mayor parte de los bienes generados por las actividades productivas que utilizan créditos con tasas de interés de mercado. El ritmo de inflación correspondiente a los productos distintos a los alimentos, en cambio, ha estado por debajo del 25% a lo largo de los ocho primeros meses de 1988. Si las tasas de interés activas reales vigentes a mediados del año se calculan con referencia a ese ritmo de crecimiento de los precios, se encuentra que ellas superaron el 15% en promedio y en muchos casos al 20%. Por supuesto, una tasa de rentabilidad de estos órdenes de magnitud es muy difícil de obtener en actividades productivas y cualquier crédito otorgado sobre esa base incurre necesariamente en un grave riesgo de no ser recuperado. La situación es aún más grave en la actualidad, por cuanto la Reforma Tributaria de 1986 abolió la

deducibilidad total que previamente existía de los costos financieros de las empresas para fines tributarios.

En las condiciones descritas, la necesidad de reducir las tasas de interés y de aumentar el grado de liquidez del sistema financiero se había hecho imperativa, tal como lo planteaba *Coyuntura Económica* en su entrega de junio pasado. En agosto 24, las autoridades adoptaron medidas en esa dirección, reduciendo las tasas de interés de captación y colocación en cerca de cuatro puntos porcentuales mediante controles administrativos y expandiendo la oferta monetaria mediante una disminución de dos puntos en el porcentaje de encaje legal que los establecimientos bancarios debían mantener sobre depósitos a la vista y a menos de treinta días¹⁵. Sin embargo, estas medidas fueron tímidas. Las tasas máximas de interés para captación se ubicaron en niveles superiores en casi tres puntos porcentuales a las vigentes en agosto de 1987 (ver Gráfico 10) y la expansión monetaria buscada con los menores encajes fue de sólo \$20.000 millones, equivalentes a menos de un 2% de los medios de pago en circulación en el momento en que se tomó la medida. En septiembre 15, una nueva resolución de la Junta Monetaria autorizó reducir temporalmente, hasta el mes de noviembre, los encajes bancarios en cuatro puntos adicionales, buscando expandir en otros \$40.000 millones la oferta de dinero. Aún así, las me-

¹⁵ Los porcentajes de encaje se redujeron de 440% al 420% sobre depósitos del público en general y de 650% al 630% sobre los depósitos de entidades del sector público, de acuerdo con la Resolución No. 57 de agosto 24 de 1988.

tas de expansión monetaria que mantiene el gobierno deben ser calificadas de excesivamente bajas, al situarse entre 26.50/o y 280/o, cuando el crecimiento del ingreso nominal de la economía se ubicará probablemente muy por encima del 300/o en el presente año.

El hecho de que las últimas medidas de reducción de los encajes hayan sido diseñadas explícitamente con carácter temporal sugiere que las autoridades aún insisten en el empeño —que también mostraron en los dos años anteriores— de reducir el crecimiento que estacionalmente presentan los medios de pago al final de cada año. Tal como ha sido comentado en entregas anteriores de *Coyuntura Económica*, ese crecimiento estacional de los medios de pago surge esencialmente de los factores que determinan la demanda de dinero (pago de primas, vacaciones, compras navideñas, etc.) y no de la oferta monetaria. Por ello, persistir en el intento de reducirlo no sólo resulta poco efectivo para el logro de sus propósitos sino que, al generar excesos de demanda en el mercado monetario, puede conducir a presiones al alza sobre las tasas de interés que hagan muy difícil mantenerlas controladas mediante mecanismos puramente administrativos.

B. Fuentes de crecimiento de la base y de la oferta monetaria hasta el mes de agosto

A diferencia de lo que había venido sucediendo a lo largo de los siete primeros meses del año, durante los cuales las tasas anuales de expansión de la base monetaria habían sido superiores al 330/o, en el mes de agosto

esa tasa fue de sólo 27.20/o (ver Cuadro 18). Este lento crecimiento puede parecer paradójico cuando se observa que el valor en pesos de las reservas internacionales aumentó en casi un 390/o y el crédito doméstico del Banco de la República lo hizo en un 66.50/o (Cuadro 19). Esta paradoja, sin embargo, se explica por cuanto los pasivos no monetarios crecieron también a ritmos muy altos, superiores al 650/o. De hecho, el crecimiento de las reservas internacionales y del crédito del Banco de la República al sector público, entre agosto de 1987 y 1988, estuvo compensado por gigantescas colocaciones de la Tesorería en Títulos Canjeables, por casi \$210.000 millones, dirigidas en buena medida a esterilizar los efectos monetarios del crédito Concorde, así como por un crecimiento importante (cercano a \$54.000 millones) de las colocaciones en el FODEX por parte de ECOPETROL. Por contraste, como se verá más adelante, las Operaciones de Mercado Abierto no cumplieron un rol contraccionista de la base monetaria en el último año.

Por su parte, el crédito neto del Banco de la República al sector financiero fue claramente expansionista en términos de la base monetaria. Ello, sin embargo, tendió sencillamente a contrarrestar el papel contraccionista que dicho sector cumplió a nivel de los medios de pago y de la oferta monetaria ampliada, debido al lento crecimiento de la liquidez secundaria y de los cuasidineros. En efecto, el crédito neto del Banco de la República al sector financiero se incrementó en casi \$56.000 millones entre agosto de 1987 y 1988, explicando una porción importante del aumento total en la base monetaria, el cual fue cer-

CUADRO 19

FUENTES DE LA BASE Y DE LA OFERTA MONETARIA

Fin de agosto

Miles de millones de pesos y porcentajes

	1987	1988	1988/1987 (%)
I. BASE MONETARIA (A+B+C+D-E)	512.6	652.0	27.2
A. Reservas internacionales	797.4	1105.3	38.6
B. Crédito doméstico	342.1	569.8	66.5
1. Al sector público	268.9	446.7	66.1
a. A Tesorería	208.6	344.6	65.2
b. Acuerdos de pago del FODEX	65.4	119.4	82.5
c. Resto	-5.0	-17.3	242.7
3. Al sector financiero	82.8	138.6	67.4
a. A bancos	50.5	71.3	41.2
b. Al FAVI	-69.2	-50.1	-27.7
c. Resto	101.6	117.5	15.6
5. Al sector privado no financiero	-9.6	-15.6	62.0
C. Moneda de Tesorería	12.2	19.7	61.8
D. Otros Activos Netos	-6.5	2.2	-134.2
E. Pasivos no monetarios	632.6	1045.0	65.2
1. Títulos del Bco. República	351.0	641.3	82.7
2. Obligaciones externas de largo plazo	109.7	140.5	28.2
3. Obligaciones con el sector privado	91.7	116.9	27.4
4. Otros	80.2	146.3	82.4
II. LIQUIDEZ SECUNDARIA	326.0	386.0	18.4
III. MULTIPLICADOR MONETARIO	1.64	1.59	-2.7
IV. MEDIOS DE PAGO (I+II)	838.6	1038.0	23.8
V. CUASIDINEROS	1579.5	1916.0	21.3
VI. OFERTA MONETARIA AMPLIADA (IV+V)	2418.1	2954.0	22.2

Fuente: Banco de la República.

cano a \$140.000 millones. No obstante, ese incremento en el crédito primario neto al sector financiero se produjo básicamente como consecuencia de las necesidades de liquidez enfrentadas por las entidades del sector, debido al crecimiento excesivamente lento de las colocaciones del público en cuentas corrientes y en depósitos de ahorro y en UPAC. Este fenómeno se relaciona íntimamente con el proceso de sustitución de

cuentas corrientes y de cuasidineros por efectivo, llevado a cabo por el público a lo largo del presente año, tal como se analiza en la siguiente subsección.

C. Preferencia por efectivo y composición del portafolio de los agentes económicos

Uno de los elementos que han caracterizado el desempeño de la situa-

ción monetaria y financiera a lo largo de 1988 ha sido el cambio en la composición del portafolio de los agentes económicos con respecto a años anteriores. En particular, dos fenómenos han tenido gran relevancia: la mayor preferencia por efectivo frente a depósitos en cuenta corriente y la menor demanda por cuasidineros en relación con la de medios de pago.

1. Relación de efectivo a depósitos en cuenta corriente

En cuanto a la preferencia por efectivo, la parte A del Gráfico 11 permite apreciar cómo la relación entre éste y los depósitos en cuenta corriente se mantuvo durante todos los meses, entre enero y agosto de 1988, por encima de lo que había sido en los mismos meses del año anterior. Aunque entre diciembre de 1987 y enero del presente año dicha relación se redujo de manera importante, siguiendo el comportamiento estacional típico de la demanda de efectivo, la reducción fue mucho menor a la que se observara un año antes. La razón para esa menor reducción estuvo íntimamente vinculada con las medidas de control tributario sobre los depósitos del público en el sistema financiero, que fueron anunciadas a finales de 1987. Este efecto se mantuvo hasta el mes de abril, cuando dichas medidas fueron desmontadas. A partir de ese mes, de hecho, la relación de efectivo a depósitos en cuenta corriente se acercó considerablemente a la de los meses correspondientes de 1987. Sin embargo, como se aprecia en el Gráfico 11, esa relación siguió siendo superior en los meses siguientes del año en curso, denotando la persistencia de una mayor preferencia por efectivo que ya no

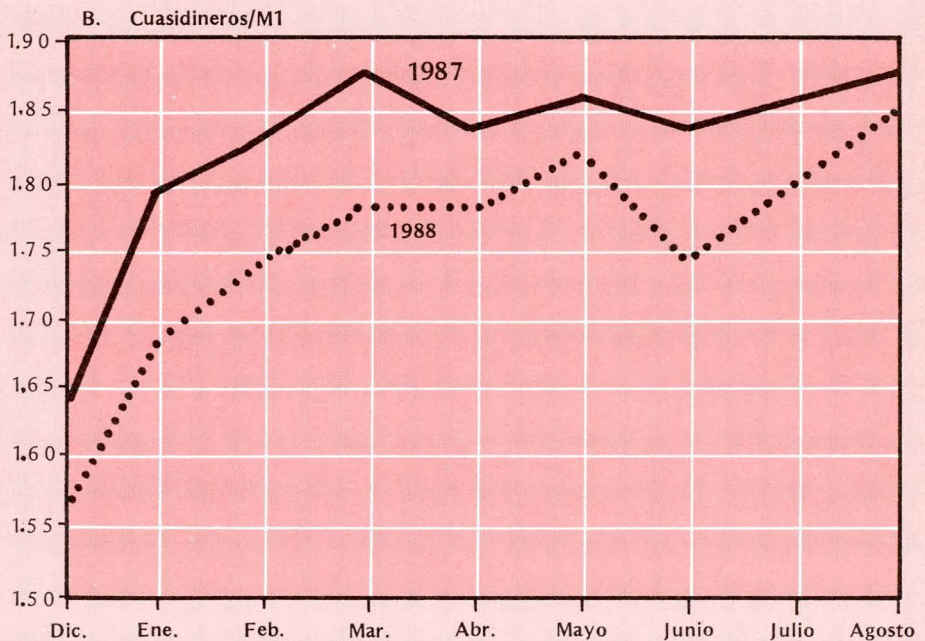
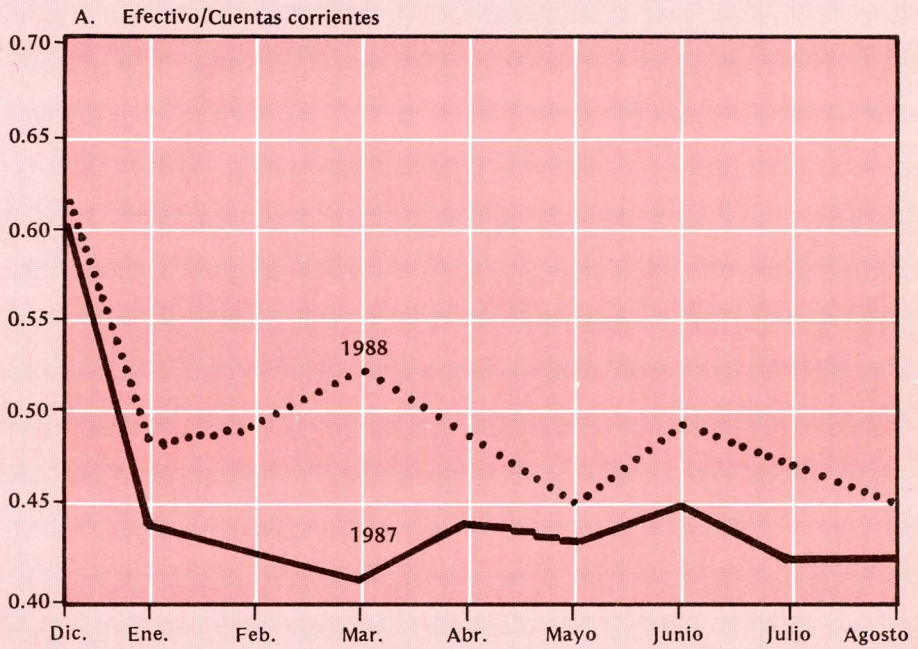
puede ser explicada por las mencionadas medidas de control tributario.

Posiblemente, la mayor preferencia por efectivo con respecto a cuentas corrientes que se mantuvo después de abril es explicable en parte por el proceso de aprendizaje que durante los primeros meses del año tuvo el público en el uso de efectivo para efectuar transacciones que antes se realizaban con cheque. Adicionalmente, sin embargo, varios elementos pueden haber contribuido a mantener un grado de utilización de los depósitos en cuenta corriente inferior al que se acostumbraba en años anteriores. En primer lugar, las altas tasas de interés vigentes en el presente año no sólo debieron reducir la demanda de dinero sino que posiblemente redujeron en mayor grado la demanda de cuentas corrientes que la de efectivo, en la medida en que aquellas tienen un mayor grado de sustitución con los depósitos a término que producen intereses. Por otra parte, el incremento en la utilización de tarjetas de crédito como medio de pago aparentemente desplazó parcialmente la utilización de cuentas corrientes para ese propósito, al menos hasta mediados del año, cuando las autoridades se vieron obligadas a adoptar medidas restrictivas sobre el uso de esas tarjetas¹⁶. Además, es posible que la incertidumbre generada por la creación de un seguro de depósito haya reducido también, marginalmente, la demanda de cuenta corrientes y estimulado la utilización de efectivo.

Como se mencionó anteriormente, la menor utilización de cuentas corrien-

¹⁶ Resoluciones de la Junta Monetaria Nos. 48 y 51 de julio 6 y agosto 3 de 1988, respectivamente.

GRAFICO 11
INDICADORES DE LA COMPOSICION DE LA OFERTA MONETARIA



Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

tes por parte del público conlleva un grave perjuicio para el sistema bancario, en la medida en que lo obliga a recurrir a fuentes más costosas de recursos financieros, a través por ejemplo de mayores emisiones de certificados de Depósito a Término. Adicionalmente, la sustitución de cuentas corrientes por efectivo observada a lo largo de 1988 hace más difícil el proceso de control monetario para las autoridades, al reducir el grado de certeza que ellas tienen acerca del resultado de sus políticas sobre la cantidad de dinero en circulación. No obstante, las medidas adoptadas de restricción al uso de tarjetas de crédito, el control de las tasas de interés y la normalización de la situación de incertidumbre que existía sobre el seguro de depósitos permiten esperar que la relación de efectivo a depósitos en cuenta corriente continúe normalizándose en lo que resta del año.

2. Relación de cuasidineros a medios de pago

La relación entre los cuasidineros y los medios de pago se ha mantenido en todos los meses de 1988 considerablemente por debajo de lo que era en 1987 (ver parte B del Gráfico 11). Ello obedece a que los depósitos en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV) y los depósitos de ahorro bancario, que conforman dichos cuasidineros, mostraron tasas de crecimiento nominales de apenas 20.40/o y 9.30/o entre agosto de 1987 y el mismo mes de 1988, aún inferiores a los de M1, tal como se aprecia en el Cuadro 20.

En parte, el lento crecimiento de los depósitos de las CAV que se manifiesta al comparar las cifras de agosto de los dos últimos años puede expli-

carse por los retiros masivos que realizaron algunas entidades públicas —especialmente Ecopetrol— a finales de 1987. En buena medida, sin embargo, el lento crecimiento de los cuasidineros en general respondió a un proceso de sustitución en el portafolio de los agentes económicos privados en favor del efectivo, por un lado, y de los Certificados de Depósito a Término, por el otro. Las cifras del Cuadro 20 son ilustrativas de este proceso, al mostrar una tasa de crecimiento anual del efectivo y de los CDTs de 29.80/o y 28.50/o, respectivamente, claramente por encima de las correspondientes a los cuasidineros. Las razones que explican la sustitución de cuasidineros por efectivo son probablemente similares a las mencionadas en la subsección anterior para explicar la sustitución de los depósitos en cuentas corrientes por efectivo. La sustitución por CDTs, por su parte, es fácilmente explicable por la pérdida de competitividad relativa de los intereses pagados por las CAV y por las cuentas de ahorro bancario que implicó el aumento en las demás tasas de interés.

Es interesante destacar, haciendo referencia al Cuadro 20, que el lento crecimiento de los depósitos de ahorro y de los depósitos en las CAV no puede ser explicado por la competencia de papeles oficiales, como se ha sugerido en algunos medios. Por el contrario, la captación de recursos financieros por parte del sector público a través de TAN, Títulos Cafeteros y papeles del sector eléctrico mostraba una tasa de crecimiento en año completo de sólo 11.70/o en el mes de agosto. En año corrido, además, esa tasa de crecimiento era de sólo 5.80/o, cuando para el mismo

CUADRO 20

EVOLUCION DE LOS PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS

Fin de agosto

(Miles de millones de pesos y porcentajes)

	Saldos fin de agosto		Variaciones porcentuales		
			En año corrido		En año completo
	1987	1988	1987	1988	1988/87
I. EFECTIVO EN PODER DEL PUBLICO	247.6	321.4	-21.3	-22.6	29.8
II. SISTEMA FINANCIERO	2367.5	2859.0	23.7	16.8	20.8
A. Depósitos en cuenta corriente	591.0	716.6	24.7	13.2	21.3
B. Depósitos de ahorro	280.9	307.1	9.3	-7.2	9.3
C. Certificados de depósito a término	559.0	718.3	19.4	20.0	28.5
D. Depósitos CAV	739.7	890.7	31.5	31.2	20.4
E. Captación Cías. de financ. comercial	117.3	146.7	17.3	17.8	25.1
F. Cédulas hipotecarias	79.7	79.7	54.9	-1.6	0.1
III. SECTOR PUBLICO	216.1	241.4	27.2	5.8	11.7
A. Títulos de Ahorro Nacional	147.3	159.1	14.3	4.4	8.0
B. Títulos Cafeteros	56.7	60.4	96.7	-0.3	6.5
C. Certificados Eléctricos Valorizales y T.E.R.	12.2	21.9	-0.6	44.8	79.7
IV. BANCO DE LA REPUBLICA	351.0	641.3	3.2	83.8	82.7
A. Certificados de Cambio	35.1	23.6	0.7	20.1	-32.7
B. Operaciones de mercado abierto	176.382	176.579	-	7.1	0.1
1. Títulos de Participación	100.228	112.286	25.1	-11.2	12.0
2. Títulos Canjeables	76.154	64.293	-	67.6	-15.6
C. Otras operaciones con Títulos de Banco de la República	139.554	441.182	-	168.3	216.1
1. Contrapartidas de operaciones en M/E	28.131	297.748	-	599.0	958.4
2. TREC y TREN	104.067	132.833	-	14.9	27.6
3. Otras	7.356	10.601	-	69.5	44.1

^a Incluye Títulos Canjeables en manos del público en general, de reaseguradoras, de Fedecafé y de Corporaciones Financieras.

Fuente: Banco de la República.

mes de 1987 alcanzaba un 27.20%. Por su parte, la captación de recursos por parte del Banco de la República mediante Certificados de Cambio y Operaciones de Mercado Abierto era inferior en agosto último, incluso en términos nominales, a la observada en el mismo mes del año anterior. De hecho, el fuerte crecimiento que muestran las captaciones totales con Títulos del Banco de la República

en el Cuadro 20 responde de manera exclusiva a las mayores colocaciones que ha realizado en estos Títulos el propio sector público y en particular, a las colocaciones de Ecopetrol en TREN y a las de la Tesorería en Títulos Canjeables, estas últimas dirigidas a esterilizar los efectos monetarios del desembolso del crédito Concorde y de otros créditos externos. Ni las Operaciones de Mercado

Abierto ni el financiamiento interno no monetario del déficit fiscal pueden considerarse, por lo tanto, como factores causantes de las restricciones de liquidez observadas a lo largo de 1988 en el sistema financiero.

D. Comportamiento del crédito del sistema financiero

En el Cuadro 21 se presentan las cifras sobre el comportamiento de las colocaciones del sistema financiero hasta el mes de agosto. Como se puede apreciar, la tasa de crecimiento en año completo de las colocaciones totales fue de 280/o y la de las correspondientes a créditos (cartera) fue de 29.20/o. Estas tasas, inferiores a las

de crecimiento del ingreso nominal de la economía en el mismo período, reflejan por sí mismas una relativa contracción del crédito. Sin embargo, la contracción puede haber sido considerablemente mayor de lo que reflejan esas cifras sobre saldos de las colocaciones y de la cartera vigente, ya que ellas no sólo muestran el desempeño de los préstamos otorgados sino también el de su recuperación. En la medida en que la recuperación de cartera se haya hecho más difícil a lo largo de 1988, como es de esperar, la restricción del crédito no se manifestaría tanto en un menor crecimiento de los saldos vigentes, sino en un deterioro de la calidad de la cartera. Desafortunadamente no se

CUADRO 21

COLOCACIONES DE LOS PRINCIPALES INTERMEDIARIOS FINANCIEROS

Fin de agosto

(Miles de millones de pesos y porcentajes)

	Saldos fin de agosto		Variaciones porcentuales		
			En año corrido	En año completo	
	1987	1988	1987	1988	1988/87
I. BANCOS COMERCIALES	1135.9	1463.8	24.7	17.6	28.9
A. Cartera	1034.1	1313.0	21.5	14.6	27.0
B. Otras colocaciones	101.8	150.8	70.2	52.1	48.1
II. CORPORACIONES DE AHORRO Y VIVIENDA	673.5	814.7	26.5	21.3	21.0
A. Cartera	628.6	785.6	18.0	17.0	25.0
B. Otras colocaciones	44.9	29.1	—	—	-35.2
III. CORPORACIONES FINANCIERAS	207.2	297.3	19.2	23.5	43.5
A. Cartera	191.9	281.6	20.2	25.4	46.8
B. Otras colocaciones	15.3	15.7	8.0	-2.3	2.5
IV. COMPAÑÍAS DE FINANCIAMIENTO COMERCIAL	116.1	153.3	24.9	22.4	32.0
A. Cartera	93.6	137.7	21.7	25.3	47.1
B. Otras colocaciones	22.5	15.7	39.8	2.2	-30.4
V. TOTAL (I+ II+ III+ IV)	2132.6	2729.1	24.7	19.6	28.0
A. Cartera	1948.1	2517.8	20.3	17.0	29.2
B. Otras colocaciones	184.5	211.2	104.8	61.9	14.5

Fuente: Banco de la República.

dispone aún de cifras apropiadas para juzgar la magnitud de este fenómeno a nivel del conjunto del sistema financiero. Para el sistema bancario, sin embargo, la cartera vencida creció en 36.50/o entre agosto de 1987 y 1988 cuando en el año anterior lo había hecho en sólo 14.50/o, de acuerdo con información elaborada por la Asociación Bancaria.

Resulta interesante observar las diferencias en el comportamiento de los saldos de la cartera vigente que se observan a nivel de los distintos tipos de intermediarios financieros. En primer lugar, se destaca en el Cuadro 21 el crecimiento particularmente alto de la cartera de las Corporaciones Financieras (46.80/o), el cual obedeció probablemente a que estas entidades, conjuntamente con las Compañías de Financiamiento Comercial, no se vieron afectadas por la reducción relativa en la demanda por cuentas corrientes y por depósitos en UPAC, que sí afectó a los bancos y a las Corporaciones de Ahorro y Vivienda.

Por el otro lado, el bajo dinamismo de las colocaciones crediticias de los bancos no sólo se refleja en un crecimiento de su cartera de apenas 27.00/o en año completo, sino en que su crecimiento a lo largo de los primeros ocho meses de 1988 fue de sólo 14.60/o, cuando en el mismo período del año anterior había sido de 21.50/o.

En cuanto a las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, el crecimiento de 250/o en los saldos de la cartera vigente puede parecer relativamente alto, dadas las grandes dificultades que estas entidades han tenido que en-

frentar para captar recursos. Debe recordarse, sin embargo, que debido al sistema de contabilización en UPAC, la cartera de las CAV tiene un crecimiento automático, equivalente a la corrección monetaria menos la recuperación de cartera, incluso cuando no se realizan nuevas operaciones de crédito. De hecho, las cifras del Cuadro 2 comentadas anteriormente, al hacer referencia al comportamiento del sector de la construcción, permitieron observar que el monto de los préstamos *nuevos* entregados por las CAV en el primer semestre de 1988 fue superior al de los del primer semestre de 1987 en sólo 20.40/o y que tanto los préstamos aprobados como los solicitados manifestaron grandes reducciones, incluso en términos nominales, entre esos mismos períodos.

Es necesario concluir, de esta manera, que las restricciones de liquidez enfrentadas por los bancos y por las Corporaciones de Ahorro y Vivienda a lo largo de 1988 se han reflejado en un pobre desempeño del crédito otorgado por esas entidades al resto de la economía. Las medidas recientes sobre encajes y tasas de interés pueden empezar a revertir esa situación. Sin embargo, aún sigue siendo necesaria una mayor irrigación de liquidez en la economía, que se manifieste en un crecimiento de las metas planteadas por el gobierno para el crecimiento monetario. Sólo de esa manera se podrán alimentar satisfactoriamente las necesidades de liquidez del aparato productivo y se podrá garantizar una reducción de las tasas de interés más allá de los topes máximos fijados por las citadas medidas, los cuales, como ya se anotó, siguen siendo excesivamente altos.

V Comportamiento de los precios

Tal como se esperaba, la tasa de inflación de los precios al consumidor empezó a desacelerarse desde mediados del año. En el mes de agosto, incluso, la variación mensual de los precios llegó a ser negativa, permitiendo que la tasa de inflación en año completo bajara del 30.3%, en que se hallaba en junio y julio, a un 29.6%. Para los meses restantes del año se espera que esa tasa se siga reduciendo hasta colocarse alrededor del 27%.

En algunos medios se ha intentado mostrar la desaceleración reciente de la inflación como un logro de la política monetaria contraccionista. Los argumentos utilizados para ello, sin embargo, resultan tan poco convincentes como aquellos que culpaban a una supuesta expansión excesiva de los medios de pago en el período anterior, de la aceleración de la inflación en la primera mitad del año. En efecto, así como esa aceleración había sido explicada fundamentalmente por las restricciones existentes en la oferta de alimentos, la desaceleración de la inflación en el segundo semestre se relaciona estrechamente con el incremento en esa oferta, generado por el cambio en la política de importación de alimentos, por la mayor oferta de carne (que corresponde a la fase de liquidación de hembras en el ciclo ganadero) y por la recolección de unas cosechas abundantes de productos que, como la papa, tienen un peso muy importante en la canasta familiar.

Las cifras sobre la contribución de los distintos grupos de productos al crecimiento anual de los precios, que se presentan en el Cuadro 22, confirman que los productos agropecuarios, procesados y sin procesar, son los que permiten entender tanto la aceleración de la inflación en el primer semestre del año como su desaceleración en el período más reciente. En efecto, de los 6.3 puntos porcentuales en que se aceleró la inflación entre diciembre de 1987 y junio del presente año, 5.3 puntos porcentuales pueden ser atribuidos a los citados productos agropecuarios (los cuales pasaron de contribuir con 14.7 puntos a hacerlo con 20.0 puntos). A su turno, la desaceleración en 0.7 puntos que manifestó la inflación anual entre junio y agosto, al pasar de 30.3% a 29.6%, puede explicarse íntegramente por lo sucedido con esos mismos productos agropecuarios, los cuales redujeron su contribución a la inflación en 1.3 puntos porcentuales (al pasar de 20.0 a 18.7 puntos).

A nivel más desagregado, los productos que explicaron la desaceleración en el ritmo de inflación entre junio y agosto fueron claramente los pecuarios —que continuaron la tendencia que ya traían en el primer semestre hacia un menor ritmo de crecimiento de sus precios— y los agropecuarios sin procesar, los cuales revirtieron parcialmente la fuerte aceleración en el ritmo de crecimiento de sus precios que habían manifestado en el primer

CUADRO 22

**CONTRIBUCION DE LOS GRUPOS DE ARTICULOS AL CRECIMIENTO
ANUAL DEL INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
(Porcentajes)**

	Diciem- bre 1983	Diciem- bre 1984	Diciem- bre 1985	Diciem- bre 1986	Diciem- bre 1987	Junio 1988	Agosto 1988
Agropecuarios sin procesar	2.3	3.7	5.9	4.8	4.6	9.4	8.3
Pecuarios	3.0	1.5	3.9	4.2	4.8	3.3	2.5
Agrícolas procesados	3.3	4.6	4.3	3.4	5.3	7.3	7.9
Subtotal agropecuarios	8.6	9.7	14.0	12.4	14.6	20.0	18.7
Industriales	2.7	3.4	3.5	3.4	3.6	3.8	4.2
Arrendamientos	1.9	1.7	1.8	1.5	1.9	2.1	2.2
Servicios estatales	1.6	1.1	1.6	1.4	1.7	1.7	1.9
Otros servicios	1.8	2.4	1.5	2.1	2.3	2.6	2.8
Subtotal no agropecuarios	8.0	8.5	8.4	8.4	9.4	10.2	11.1
Inflación total	16.6	18.2	22.5	20.9	24.0	30.3	29.6

^a Cifras calculadas como el producto de la tasa de inflación de cada grupo por su participación en el IPC total.

Fuente: DANE.

semestre. Los productos agrícolas procesados, en cambio, mantuvieron la tendencia a acelerar el crecimiento de sus precios que traían desde 1987 y que habían mantenido también en el primer semestre del presente año.

Pese a la desaceleración en el ritmo de crecimiento de los precios de los productos agropecuarios observada entre junio y agosto, dicho ritmo seguía siendo excesivo en este último mes, ubicándose claramente por encima del resto de la canasta familiar y contribuyendo a la inflación global en proporciones muy superiores a aquellas en que lo hacía en años anteriores (ver Cuadro 22). Las espec-

tativas de una reducción adicional importante en el ritmo de inflación global para lo que resta del año descansan por ello, en el supuesto de que dicha contribución de los productos agropecuarios al crecimiento de los precios se siga reduciendo en forma significativa, gracias a la reversión en las condiciones de su oferta. La contribución que eventualmente pudiera hacer a este propósito una política de contracción monetaria como la observada en los primeros ocho meses de 1988 sería cuando mucho marginal.

Por supuesto, la importancia primordial de los productos agropecuarios

GRAFICO 12
TASAS DE CRECIMIENTO ANUALES DEL INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
(Enero de 1983 a Agosto de 1988)

(Variaciones en el índice de cada mes con respecto al del mismo mes del año anterior)

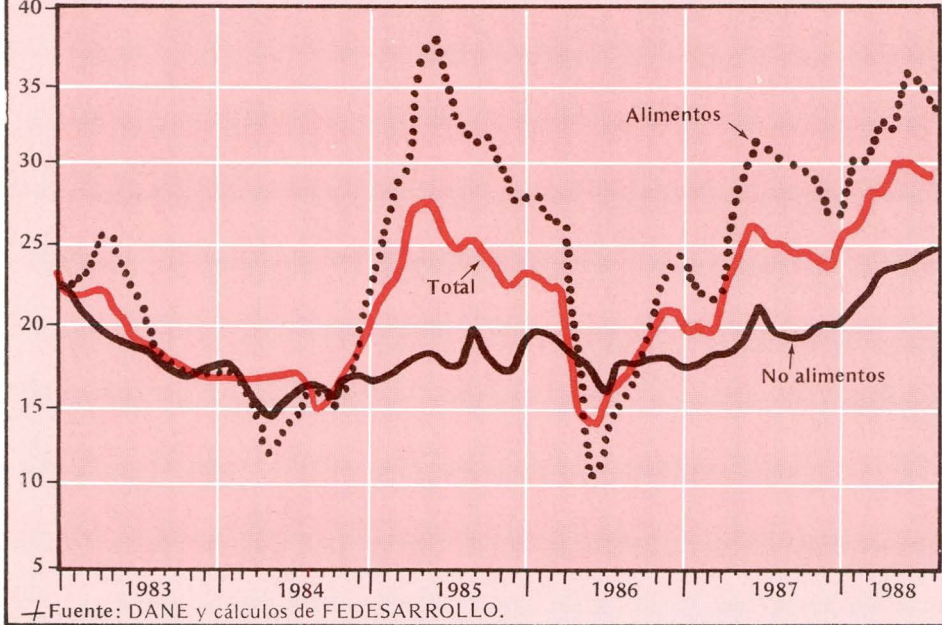
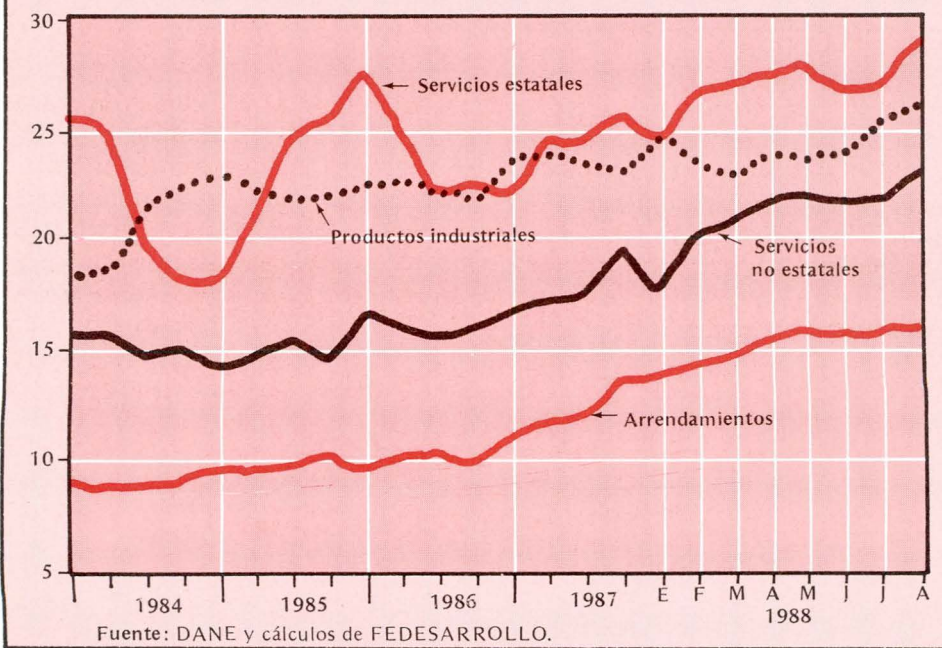


GRAFICO 13
TASAS ANUALES DE INFLACION DE LOS PRODUCTOS NO AGROPECUARIOS
(Variaciones con respecto al mismo período del año anterior)



en la explicación de los ciclos recientes observados en el ritmo de inflación no debe hacer que se pierda de vista la importancia que también tienen los demás productos de la canasta familiar. Esos productos, de hecho, han tendido a incrementar su contribución a la inflación en forma más o menos continua desde 1987, tal como se aprecia en el Cuadro 22. De contribuir con sólo 8.4 puntos en diciembre de 1986, han pasado a hacerlo en algo más de 11 puntos en agosto del presente año. Esta tendencia, como se comentó en la entrega anterior de *Coyuntura Económica*, surgió fundamentalmente del incremento en los ritmos de crecimiento de los precios de los servicios y de los arrendamientos. En el caso de los productos industriales, la existencia de una tendencia continua en el crecimiento de los precios es mucho menos clara,

aunque en los meses de julio y agosto del presente año se observa una aceleración que no deja de ser preocupante, en la medida en que coloca ese crecimiento por encima del 25% anual, tal como se puede observar en el Gráfico 13. Paradójicamente, esta aceleración se presenta precisamente en un período en el cual, como se argumentó en secciones anteriores, la industria enfrenta restricciones de demanda. Ello sugiere que ella debe obedecer fundamentalmente a presiones por el lado de los costos de producción. Para reducir esas presiones, la reducción en los precios relativos de los productos agropecuarios será, nuevamente, un elemento de primordial importancia, no sólo por su efecto directo sobre los costos de los insumos sino por su efecto indirecto a través de los costos laborales.

COLOMBIA Y LA DEUDA EXTERNA

José Antonio Ocampo

Eduardo Lora Torres

De la moratoria de los treinta a la encrucijada de los ochenta

José Antonio Ocampo
Eduardo Lora
**Colombia
y la Deuda
Externa**
Un la moratoria de los treinta
a la encrucijada de los ochenta



El propósito de este libro radica en ampliar el horizonte de la discusión nacional sobre el problema del endeudamiento y las posibles estrategias de solución.

El libro se compone de los siguientes ensayos: "Cuatro décadas de endeudamiento externo", "Colombia y la crisis de la deuda ¿Un caso de excepción?" y "Deuda externa y crecimiento económico".

\$1.950.00

US\$12.00

Incluye porte de correo

COEDICION FEDESARROLLO – TERCER MUNDO EDITORES

Adjunto envío cheque No. _____ del Banco _____ por valor de _____

Correspondiente al pago del libro _____

Nombre (letras de imprenta) _____

Dirección _____ Teléfono _____ Ciudad _____