

Análisis Coyuntural



**Federación Nacional de
Cafeteros de Colombia**

**Más que una empresa,
una empresa
por Colombia**

1927 - 60 años - 1987

Actividad Económica General

I. COMPORTAMIENTO DE LA ACTIVIDAD ECONOMICA

A. Situación y perspectivas de la industria

Las estadísticas más recientemente publicadas por el DANE han confirmado que, según la Muestra Mensual Manufacturera de esa entidad, la producción de la industria creció 70/o en 1986. Esta tasa corresponde a la proyección "alta" de crecimiento estimada por *Coyuntura Económica* al comenzar el año de 1986, con base en la evolución esperada de los principales componentes de la demanda agregada. En efecto, como se aprecia en la parte alta del Gráfico I-1, la actividad industrial estuvo claramente influida a lo largo de 1986 por la situación de demanda, de acuerdo con el indicador denominado "balance del sector privado".

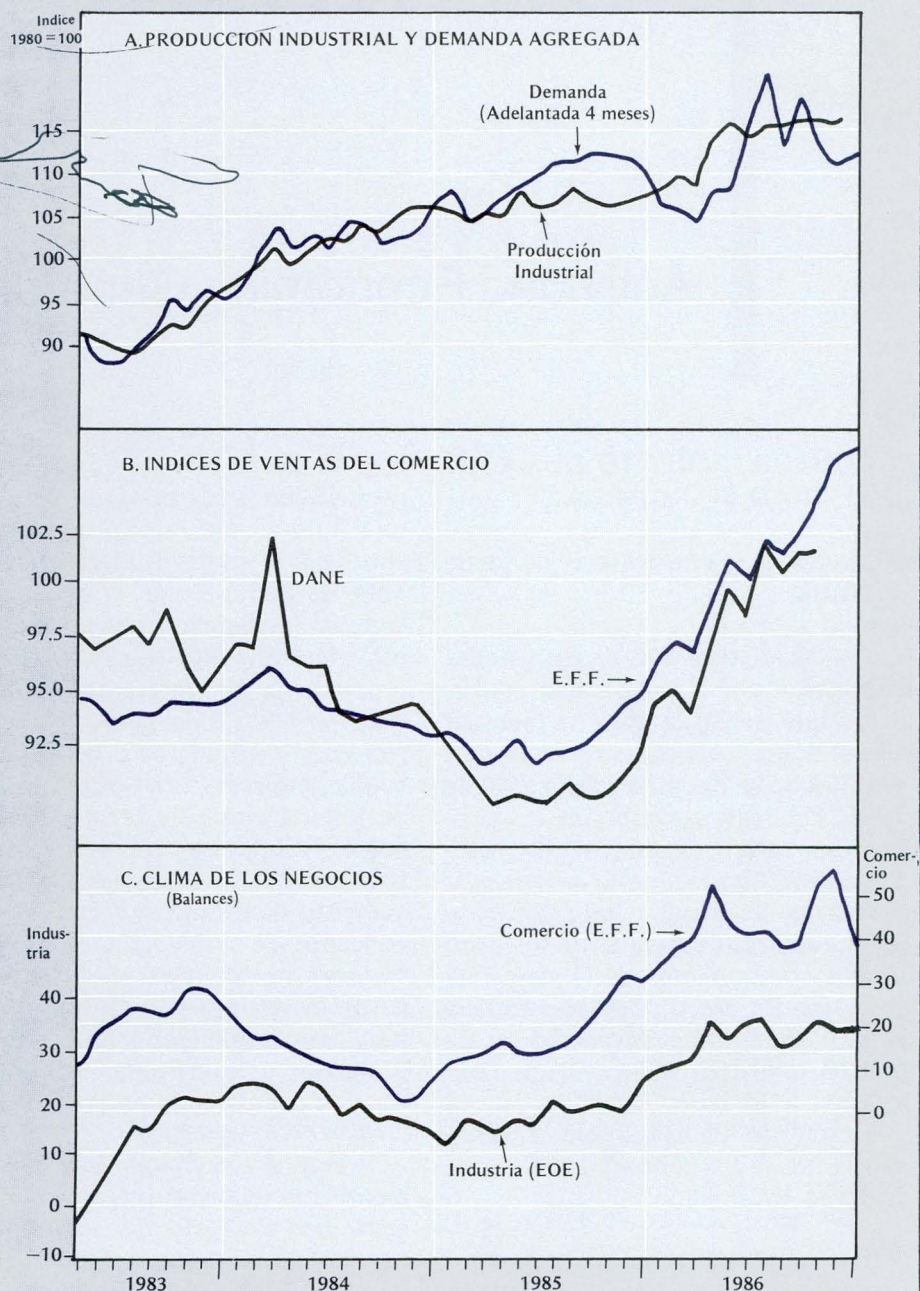
Según esta variable, utilizada regularmente en los análisis de FEDESA-ROLLO, la capacidad de gasto del sector privado está determinada por el balance entre los ingresos y los pa-

gos del sector privado con los sectores público y externo de la economía. El gran dinamismo que tuvo dicho balance en los primeros meses de 1986 se debió al mayor valor de los ingresos de origen externo que fueron efectivamente transferidos a los productores de café a través de los mayores precios del grano que se fijaron en el mes de enero de 1986. En forma indirecta, el fortalecimiento de los ingresos cafeteros contribuyó además a impulsar el balance del sector privado, al propiciar un rápido aumento de los ingresos externos por concepto de transferencias y exportaciones de servicios no financieros. Estos ingresos se vieron estimulados por las menores expectativas de devaluación y la pérdida de atractivo relativo del mercado negro de divisas.

Frente al efecto impulsor que ejercieron los ingresos externos sobre la capacidad de gasto del sector público, los pagos efectuados por el gobierno a dicho sector se comportaron en forma poco dinámica. Si bien es cierto que el gasto público tuvo alguna tendencia de crecimiento en tér-

GRAFICO I-1

SITUACION DE LA INDUSTRIA Y EL COMERCIO



Fuentes: DANE, Encuesta al Comercio FEDESARROLLO-Fenalco (E.F.F.), Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO (EOE) y estadísticas del Banco de la República y la Federación de Cafeteros.

minos reales, tal cosa ocurrió sólo de forma moderada y pasajera en los primeros meses de 1986. En efecto, al concluir el año, el total del gasto público en términos reales no se apartó apreciablemente del nivel que se había tenido en 1985.

Una parte de la mayor capacidad de gasto del sector privado no contribuyó a estimular la producción de bienes y servicios de origen nacional, ya que se desvió hacia la adquisición de mayores importaciones. En efecto, el valor real de las compras externas registró un fuerte crecimiento durante el año y, en especial, a partir del segundo trimestre, que fue el efecto combinado de un mayor volumen de las importaciones excluyendo combustible y del encarecimiento real de su costo en pesos por efecto de la devaluación. De igual forma, otra porción de la capacidad de gasto del sector privado debió destinarse al pago de impuestos, saliendo así del ciclo de gasto doméstico en bienes y servicios. El valor real de los impuestos pagados creció incluso más rápido que el conjunto de los ingresos de todo tipo percibidos por el sector privado, de modo que, en la práctica, contribuyó a desacelerar la demanda real.

En suma, sin embargo, la capacidad de gasto real del sector privado se mantuvo en niveles relativamente elevados durante todo el año. No obstante, el punto más alto, registrado hacia los meses de febrero y marzo, no volvió a alcanzarse posteriormente, debido a la disminución en los volúmenes de café vendidos por los productores y al efecto crecientemente depresivo que ejerció el conjunto de las operaciones con el sec-

tor público. Así las cosas, la *tendencia* del indicador de demanda analizado fue en realidad descendente durante la mayor parte del año.

Como se observa en el gráfico, este fenómeno se reflejó sólo parcialmente en la producción industrial. En primer lugar, debido al rezago característico de unos cuatro meses que media entre la demanda y esa producción, el impacto de la mayor capacidad de gasto fue favorable al rápido crecimiento industrial durante todo el primer semestre del año. En segundo lugar, aunque a partir de entonces podría haberse presentado una tendencia descendente en la producción, no ocurrió así, en virtud de las excepcionales circunstancias en que se encontraba operando la industria. En efecto, la insuficiente disponibilidad de algunas materias primas, típica de los años anteriores, no se presentó en ningún momento en 1986. Por otro lado, tampoco se registraron restricciones por falta de capacidad productiva o por escasez de capital de trabajo, como podía temerse. En cambio, la producción industrial se vio favorecida por el dinamismo de las exportaciones de manufacturas, por un clima de opinión muy optimista, como no se conocía en lo corrido de la década, y por una situación general de recuperación de las empresas productivas y financieras.

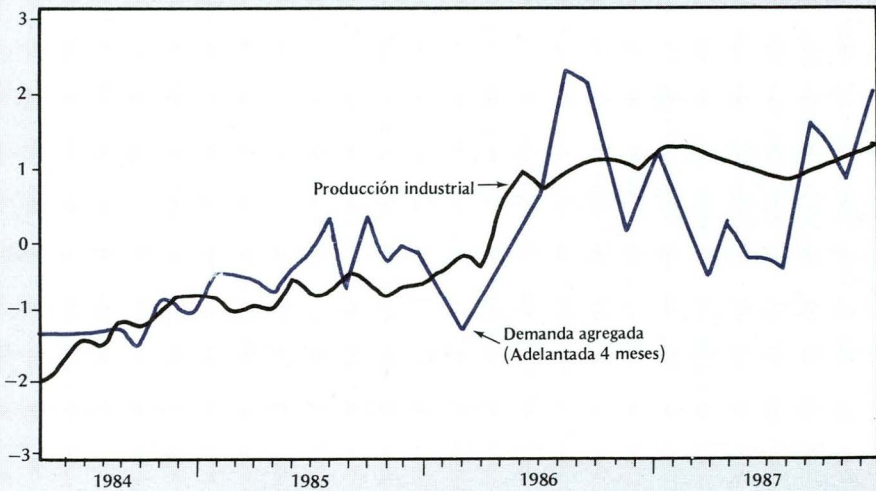
Según las estadísticas del DANE, los sectores más dinámicos en 1986 fueron los comprendidos en el sector de bienes de capital, cuya tasa compuesta de crecimiento fue del 11.90%. En este tipo de industrias, los mayores aumentos de producción se registraron en maquinaria no eléctrica, productos metálicos y equi-

po y material de transporte. En todos estos casos las tasas de variación superaron el 120% anual. El conjunto de industrias de bienes intermedios tuvo también un comportamiento muy favorable, con una tasa de crecimiento global del 100% y aumentos muy destacados en las ramas básicas de metales no ferrosos, productos plásticos y derivados del petróleo, entre otros. Finalmente, las industrias de bienes de consumo tuvieron el menor crecimiento de todas (4.20%), aun cuando los sectores de textiles y cuero y sus productos alcanzaron aumentos por encima del 100%. En forma un tanto paradójica, la recuperación de la demanda no impulsó apreciablemente a las ramas productoras de alimentos, bebidas, tabaco y prendas de vestir, todas las cuales tuvieron crecimientos por debajo del 30%. La razón de este comportamiento puede encontrarse, en parte, en la inelasticidad característica de este tipo de demandas. Sin embargo, también influyó desfavorablemente el aumento del contrabando de productos de consumo desde Venezuela y la ampliación de todo tipo de importaciones legales de bienes de consumo. Por último, es posible que por razones estadísticas haya quedado subvaluado el verdadero crecimiento de la producción de algunos subsectores productores de alimentos, para los cuales no se dispone de índices adecuados de precios.

Las perspectivas de la industria para el presente año no se encuentran aún totalmente despejadas. Es evidente que los buenos resultados de 1986 han permitido que se mantenga un clima favorable de expectativas entre los productores, que puede haber permitido mantener en estos primeros meses del año los niveles de

producción de fines de 1986. Sin embargo, como ya se señaló, las tendencias de la demanda agregada han venido siendo descendentes desde el segundo trimestre del año pasado. Las estadísticas disponibles sobre los distintos componentes del "balance del sector privado" para los dos primeros meses de 1987 sugieren que dicho patrón descendente se mantuvo en enero pero, aparentemente, se revirtió en el mes de febrero como resultado de un mayor volumen de ventas internas de café y una contracción en el valor real de las importaciones. Sin embargo, esta observación es insuficiente para determinar las tendencias de los meses futuros. Antes bien, hay bases para pensar que el descenso de la demanda agregada podría persistir aún por un tiempo, debido a la erosión que necesariamente sufrirá el precio real interno del café por el descalabro de las cotizaciones externas y en razón del aumento que muy posiblemente experimentarán las importaciones de bienes durante la mayor parte de 1987. Si bien es probable que los esfuerzos del gobierno por aumentar el gasto en programas de inversión tenga un efecto expansivo, ello será insuficiente para contrarrestar los anteriores elementos depresivos, al menos en los meses iniciales del año. Por consiguiente, como puede verse en la proyección que se presenta en el Gráfico 1-2, el comportamiento de la demanda posiblemente incidirá en forma algo adversa sobre la producción industrial en el primer semestre del año, y tendrá un efecto positivo pero muy modesto posteriormente. Aun cuando este ejercicio es meramente hipotético, pues las tendencias de algunos de los componentes de la demanda son aún inciertas, sí sugie-

GRAFICO I-2
PROYECCION DE LA PRODUCCION INDUSTRIAL



Fuente: DANE, Banco de la República y estimativos de FEDESARROLLO. Escalas normalizadas.

ren con claridad que para el presente año no puede esperarse un desempeño de los sectores industriales tan extraordinario como el de 1986.

B. Situación del comercio

Los indicadores disponibles sobre la evolución de las ventas del comercio indican que en 1986 se presentó una recuperación muy notoria de las actividades comerciales. Según el DANE, el incremento real de las ventas sin combustibles hasta el mes de noviembre había sido del 100%. Excluyendo además los vehículos y sus repuestos, la variación hasta ese mes había sido del 7.9% en términos reales. Por su parte, un índice de ventas, elaborado a partir de la información de la Encuesta al Comercio de FEDESARROLLO y Fenalco, muestra que esa tendencia de crecimiento se mantuvo al concluir el año. Como

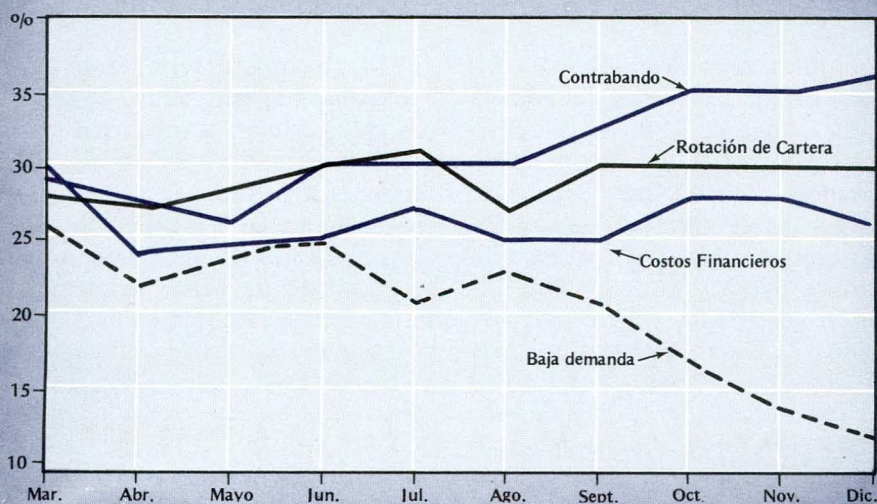
se aprecia en el Gráfico I-1, los dos índices tienen un comportamiento muy coincidente desde mediados de 1982 y en ambos se aprecia un dinamismo sin precedentes de las ventas desde el segundo semestre de 1985.

El factor más determinante de esta evolución fue, sin duda, el dinamismo de la demanda interna. Como se puede observar en el Gráfico I-1, las tendencias de las ventas del comercio se asemejan a las del balance del sector privado desde el tercer o cuarto trimestre de 1985. Tal semejanza se encuentra también en la evolución anterior de las dos series hasta el primer trimestre de 1984, pero es inexistente en el período intermedio, que fue el más crítico para el sector comercio. Conviene recordar que durante esta fase, el desempeño del sector estuvo afectado, entre otros factores, por la restricción a las impor-

taciones, la expansión del comercio informal y subsidiado y la generalización de las ventas directas de fábrica. El primero de estos impedimentos desapareció en 1986, en razón de la mayor disponibilidad de divisas y de los nuevos criterios para el otorgamiento de licencias por parte de INCOMEX. En efecto, según esta entidad, los registros de importación destinados al comercio aumentaron en un 700% en 1986. Muy posiblemente, ninguno de los otros impedimentos mencionados se corrigió en 1986; sin embargo, la actividad comercial se ajustó a las nuevas condiciones de intermediación, una vez consolidadas, y pudo responder adecuadamente a la evolución de la demanda. La Encuesta al Comercio de FEDESARROLLO y Fenalco confirma esta apreciación: entre los meses de marzo y diciembre pasados, el problema de "baja demanda" fue citado cada

vez menos por los comerciantes como un obstáculo al desarrollo de su actividad (Gráfico I-3). Sin embargo, a lo largo de 1986 ganó importancia un problema diferente: el contrabando, que a fines de año fue mencionado por más del 350% de los comerciantes como una restricción de consideración. Según la Encuesta, las ramas de la actividad comercial más afectadas por el contrabando a nivel nacional fueron, en su orden, repuestos, electrodomésticos, maquinaria y bebidas y tabaco. En todos estos casos su incidencia fue superior al 450%. Sin embargo, el contrabando también afectó con relativa severidad a las ramas de ferretería, textiles, cuero y calzado, farmacias y droguerías, y químicos, para las cuales la incidencia del problema fluctuó entre el 35 y el 300% de los casos. En contra de una opinión bastante generalizada, el contrabando no constituyó

GRAFICO I-3
PROBLEMAS DEL COMERCIO - 1986



Fuente: Encuesta al Comercio FEDESARROLLO-Fenalco.

un problema severo para el comercio de alimentos, lo cual es consistente con los análisis anteriores de *Coyuntura Económica* sobre la materia. Como se mostró en la entrega de diciembre pasado, el volumen del contrabando de alimentos al país difícilmente superó el 3 % del mercado nacional en 1986 y, además, estuvo muy concentrado regionalmente.

Los resultados de la Encuesta FEDESARROLLO-Fenalco indican, finalmente, que la situación económica mejoró en forma sensible durante 1986 en los sectores de ferreterías, metales y materiales de construcción. También los textiles tuvieron un excelente desempeño en 1986, ya que aunque los niveles de ventas crecieron menos rápidamente que en 1985, sobrepasaron los valores que habían alcanzado en 1981, recuperándose así totalmente de la larga depresión que sufrieron entre 1981 y 1984. Las confecciones, en cambio, no han respondido muy positivamente al impulso de la demanda; aunque sus ventas crecieron ligeramente en 1986, se mantuvieron en niveles relativamente bajos, no obstante los indicios de recuperación del comercio con Venezuela. Cabe destacar que el sector de papelerías y librerías registró en cambio un muy buen desempeño en 1986, continuando así con la tendencia que ha mostrado ininterrumpidamente desde 1981. En contraste, de acuerdo con la Encuesta, las ventas de vehículos se encuentran todavía en niveles muy inferiores a los de 1980.

El análisis sobre las perspectivas del sector industrial es extensivo a las actividades comerciales. Si, como ya se discutió, las autoridades económicas permiten que se mantengan las

tendencias descendentes de la demanda, será difícil que continúe la recuperación del comercio en 1987. Además, como hemos visto, todo parece indicar que una parte importante de la demanda se está desviando hacia la adquisición de bienes de contrabando, limitando así las posibilidades del comercio. En estas circunstancias, las perspectivas del sector son mucho menos promisorias que lo que podría sugerir el clima de optimismo aún reinante entre los comerciantes consultados por la Encuesta FEDESARROLLO-Fenalco.

C. Estimativos de crecimiento del PIB en 1986 y perspectivas para 1987

En el Cuadro I-1 se presentan los estimativos del DANE sobre crecimiento económico en 1986 y las proyecciones de FEDESARROLLO para 1987. Según los cálculos efectuados por el DANE, la economía colombiana creció un 5.00% en 1986, que constituye la tasa más alta alcanzada en lo corrido de esta década. Aunque este es un resultado indudablemente positivo, resulta relativamente modesto cuando se adopta una perspectiva de largo plazo, debido a los retrasos que sufrió el crecimiento económico desde 1980. En efecto, el Gráfico I-4 muestra que, como resultado de la recesión de la primera mitad de la presente década, el nivel del PIB se alejó cada vez más de su máximo potencial de largo plazo. Así, en 1985, la producción global era tan sólo un 86% de la que se hubiera logrado de haberse mantenido el crecimiento regular de la economía desde 1979. Como la tasa de crecimiento del PIB en 1986 fue apenas semejante a dicho ritmo de crecimiento regular, esa brecha permaneció inmo-

CUADRO I-1

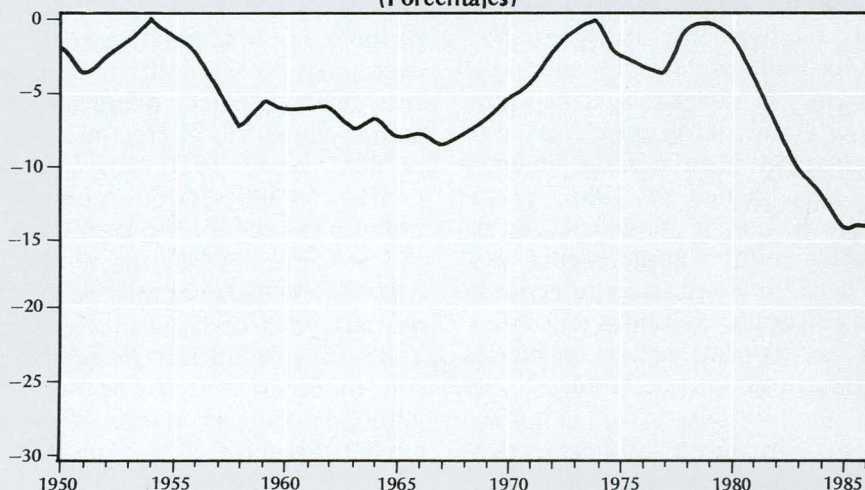
ESTIMATIVOS DE CRECIMIENTO ECONOMICO, 1985-1987

	1985	1986	Proyección 1987	
			Baja	Alta
Agropecuario	1.8	2.1	2.5	3.0
Minería	30.0	27.1	23.0	25.0
Industria	3.0	7.0	2.5	3.5
Construcción	2.5	-5.8	3.0	4.0
Comercio	0.5	6.1	2.9	3.9
Transporte	-1.0	7.0	4.0	5.0
Servicios gobierno	2.4	4.0	2.5	3.5
Resto sectores	3.2	4.4	3.5	4.0
Total valor agregado	2.6	4.9	3.5	4.3
Derechos sobre importaciones	-6.0	8.8	5.0	7.0
TOTAL PIB	2.3	5.0	3.5	4.3

Fuentes: 1985-1986: DANE y DNP. 1987: FEDESARROLLO.

GRAFICO I-4

DESVIACIONES DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO
CON RESPECTO A SU NIVEL POTENCIAL
(Porcentajes)



Fuente: Cálculos de FEDESARROLLO a partir de estadísticas del Banco de la República hasta 1970 y el DANE posteriormente. Según la metodología de OKun, el PIB potencial se define por la recta que une los puntos de máxima desviación del PIB con respecto a su tendencia de largo plazo.

dificada. Para eliminar totalmente la diferencia entre el PIB y su nivel potencial en un término relativamente amplio de, por ejemplo, 10 años, sería necesario sostener un ritmo de crecimiento anual del orden del 6.60%. Frente a esta cifra, el crecimiento logrado en 1986 es comparativamente modesto.

De acuerdo con el análisis de las secciones anteriores, la industria y el comercio tuvieron crecimientos destacados. Sin embargo, en el segundo caso, la tasa que aparece en el cuadro (6.10%) es sustancialmente inferior a lo que arrojan las encuestas del mismo DANE o de FEDESARROLLO, ya que estas últimas se refieren exclusivamente a ventas, no al valor agregado por el conjunto de operaciones de intermediación comercial. Entre los demás sectores para los cuales se presentan estimativos de crecimiento, cabe destacar la agricultura, la minería y el comercio. El primero tuvo un desempeño muy poco satisfactorio, atribuible a la disminución de los cultivos transitorios en el segundo semestre del año y a las menores producciones de café, caña de azúcar y ganado vacuno. En contraste, la minería registró nuevamente un crecimiento extraordinario, como resultado del aumento en la extracción de carbón e hidrocarburos provenientes de los grandes proyectos que venían gestándose desde años atrás. Sin embargo, la conclusión de estos proyectos afectó adversamente el nivel de actividad constructora en 1986, como se refleja en la caída de 5.80% que registró esta rama de producción.

Los estimativos de crecimiento para 1987, que se presentan en el mismo Cuadro I-1, muestran que habrá un

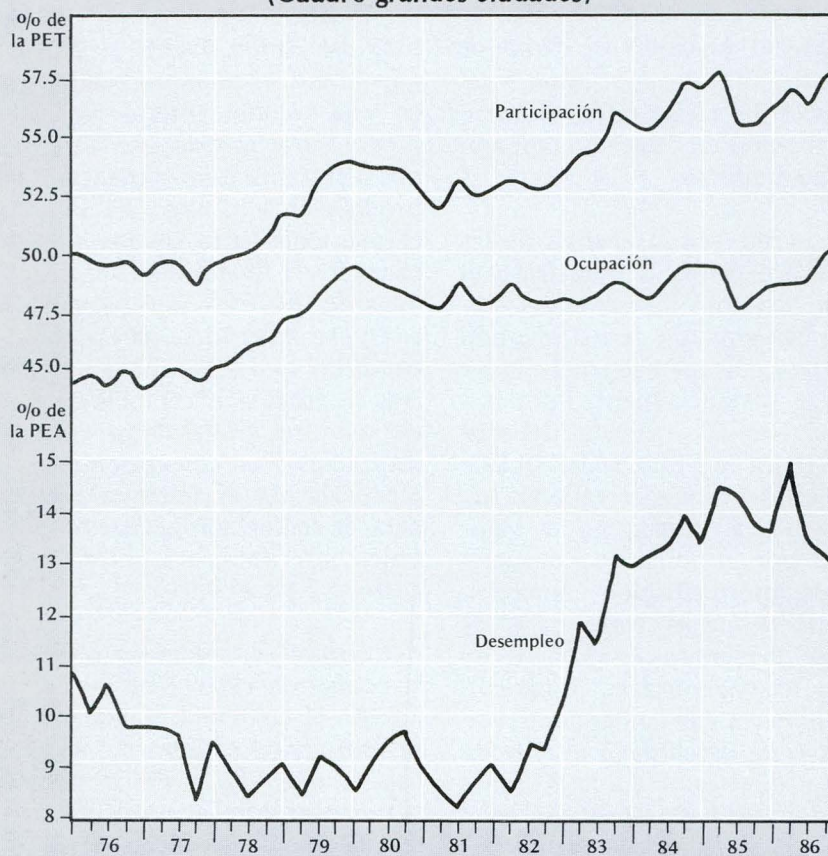
retroceso en el proceso de recuperación de la economía, que será extensivo a casi todos los sectores. Así, el crecimiento industrial será, a lo sumo, del 3.50%, frente al 7.00% del año anterior. Además, como vimos en una sección anterior de este capítulo, el origen de este crecimiento no será tanto una expansión de la producción a lo largo del año, como el mantenimiento de los niveles alcanzados a finales de 1986. Algo semejante ocurrirá con el comercio, cuyo crecimiento se ha estimado entre 2.9 y el 3.90%. Estas tasas reflejan, en esencia, la evolución esperada de la oferta global de bienes comercializables. Por consiguiente, estarán afectadas por el desempeño previsto para el sector agropecuario, que posiblemente implicará un crecimiento entre el 2.5 y el 3.00%.

En suma, el crecimiento global de la economía estará entre el 3.5 y el 4.30%, el cual será claramente insuficiente para empezar a acortar la brecha que, según vimos, media actualmente entre el nivel efectivo de producción de la economía y su máximo potencial.

II. EMPLEO Y SALARIOS

Uno de los efectos más negativos de la fase de recesión que atravesó la economía colombiana en la primera mitad de la década actual fue el aumento de los niveles de desempleo. A partir de finales de 1979, la generación de nuevos puestos de trabajo perdió el dinamismo que había registrado en los años inmediatamente anteriores (Gráfico I-5). De hecho, entre este año y 1985 se registró en realidad una disminución en la proporción de personas en edad de trabajar con alguna ocupación. De esta

GRAFICO I-5
EVOLUCION DE LOS INDICADORES LABORALES
(Cuadro grandes ciudades)



Fuente: DANE - Datos desestacionalizados.

manera, según se desprende de cálculos recientemente realizados por el DANE con base en las estadísticas del Censo de 1985, la demanda de trabajo creció a una tasa anual de sólo 2.3%, cuando las tendencias demográficas exigían sostener un crecimiento del orden de 2.5% para mantener inmodificada la proporción de personas ocupadas en relación con el total en edad de trabajar. Naturalmente, ello dio origen a un aumento en los niveles de desempleo en ese período. Sin embargo, el factor que más impulsó este fenómeno fue el aumento que simultáneamente se

produjo en los niveles de participación laboral, vale decir en el deseo de las personas en edad de trabajar de encontrar alguna ocupación. Considerado este factor, el ritmo de generación de puestos de trabajo entre 1979 y 1985 tendría que haber sido del 3.1% anual para haber dejado inalteradas las tasas de desempleo en el conjunto de las cuatro principales ciudades. Con el crecimiento ya mencionado del 2.3% que efectivamente se dio, el resultado fue un aumento sin precedentes tanto en el número como en la tasa de desempleados. El número absoluto de los desemplea-

dos paso así de 234.500 personas en diciembre de 1979 a cerca de 431.600 seis años más tarde, lo que, en términos de crecimiento geométrico implicó un ritmo sorprendente, del 10.70/o de aumento por año en el desempleo. De igual forma, la tasa de desempleo calculada para las cuatro principales ciudades pasó de 8.50/o al 130/o entre las dos fechas.

La recuperación de la actividad económica que se presentó en 1986 vino a aliviar parcialmente esta situación. Aunque el efecto de generación de nuevos puestos de trabajo no se sintió de inmediato al empezar la recuperación, al concluir el año ya había adquirido toda su fuerza, dando origen a un aumento del orden del 6.70/o en el total de ocupados en relación con el año anterior. De esta manera, los hechos vinieron a corroborar lo que por ese mismo tiempo encontraron las investigaciones realizadas por la Misión de Empleo: que el crecimiento económico constituye la variable clave en la determinación del empleo y que, sin ese elemento, es imposible esperar mejoras sustanciales y permanentes en la situación laboral. Sin embargo, el acelerado ritmo de generación de puestos de trabajo no logró traducirse en una caída apreciable de las tasas de desempleo. De hecho, la caída fue de sólo medio punto porcentual cuando se consideran las tasas de desempleo de fin de año (que pasaron de 13 a 12.50/o) y aún menor cuando se toma el promedio de las tasas para todo el año (en este caso cayeron de 13.950/o a 13.770/o). En estos resultados volvieron a incidir, como en los años anteriores, los fenómenos demográficos y de participación laboral. De una parte, la tasa de crecimiento de la población en edad de trabajar se aceleró

con respecto a los años anteriores, alcanzando un ritmo del 2.90/o. De otro, la participación registró un nuevo empuje, como reflejo en parte de las mejores expectativas de generación de empleos. Combinando ambos elementos, se encuentra que la oferta laboral creció así a una tasa muy alta, del 60/o en las cuatro principales ciudades, dejando así poco margen para disminuir el desempleo en términos relativos y ninguno para reducirlo en valores absolutos. En efecto, entre diciembre de 1985 y ese mismo mes un año más tarde, el número de desempleados aumentó en unas 7.000 personas.

Dentro de estos patrones generales, la situación laboral evolucionó en forma bastante heterogénea en las cuatro principales ciudades en el último año. Paradójicamente, los indicadores laborales mejoraron muy poco e incluso empeoraron en las ciudades cuyos mercados laborales fueron más dinámicos. Así, tanto en Bogotá como en Barranquilla, las tasas promedio de desempleo para todo 1986 aumentaron en relación con 1985, a pesar de que el número de puestos de trabajo aumentó a tasas del 7.30/o y 10.60/o respectivamente. Sin embargo, como ocurrió en el conjunto de las cuatro ciudades, la recuperación económica y de las perspectivas laborales produjo también mayores niveles de participación, que anularon el efecto anterior. Como efectivamente lo muestran las estadísticas del DANE en que se basa este análisis, la oferta laboral aumentó a una tasa del 70/o en Bogotá y del 12.80/o en Barranquilla. En contraste, en Cali y en Medellín la reactivación económica tuvo un impacto mucho más moderado tanto sobre la generación de puestos de trabajo como sobre la oferta labo-

ral, permitiendo que se redujeran en forma apreciable las tasas de desempleo. Así, en el caso de Cali, en 1986 la demanda laboral creció 6.1% y la oferta tan sólo 4.1%; como resultado la tasa de desempleo del mes de diciembre ~~cayó~~ del 13.7% en 1985 al 12.1% en 1986. En la ciudad de Medellín, el mercado laboral fue mucho menos dinámico: los puestos de trabajo aumentaron 3.2% y la oferta laboral creció tan sólo 1.1%. De esta manera, aunque la reactivación económica no se sintió con toda su fuerza en esta ciudad, se logró reducir la tasa de desempleo de fin de año desde 15.7% hasta 14%.

Si el análisis anterior se extiende a las ciudades intermedias representadas por Bucaramanga, Manizales y Pasto, se encuentra que el patrón de comportamiento laboral de estas últimas es semejante al ya descrito para Cali y Medellín. Así, en el conjunto de estas tres ciudades intermedias, durante 1986 los puestos de trabajo aumentaron a una tasa relativamente moderada del 4.4%, pero la oferta laboral lo hizo aún más despacio, a un ritmo del 2.2%. En consecuencia, las tasas de desempleo registraron una mejoría apreciable, pasando de 12.4% a fines de 1985 a 10.5% un año más tarde. De esta forma, el conjunto de las ciudades intermedias registró al concluir 1986 niveles relativos de desempleo inferiores a los de cualquiera de las cuatro grandes ciudades del país.

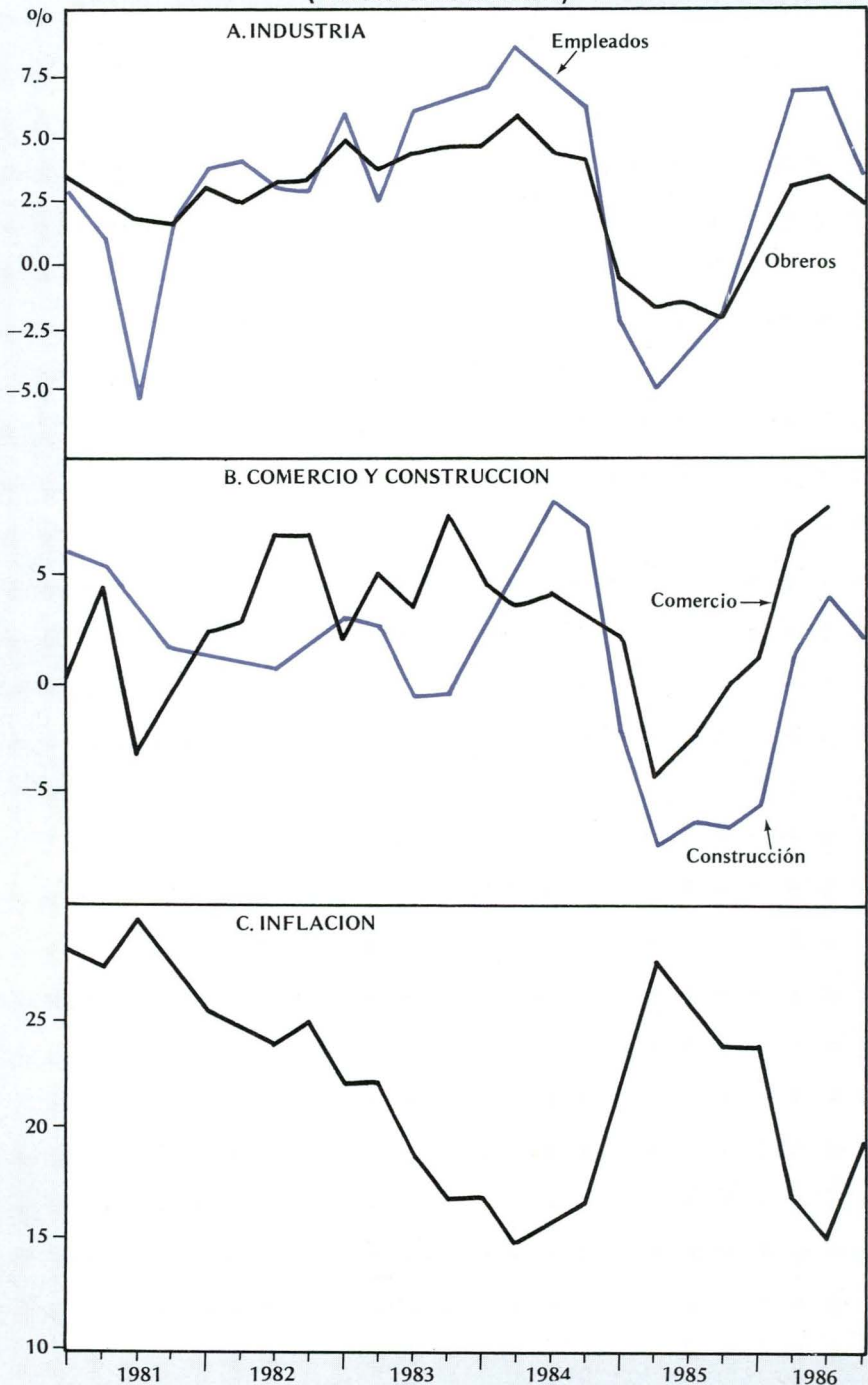
En el Gráfico I-6 se presentan las variaciones experimentadas por diferentes tipos de salarios en términos reales y se comparan con las tasas de inflación registradas entre 1981 y fines de 1986. Como ha sido analizado en otras oportunidades por *Coyuntura Económica*, la evolución de los

salarios reales en Colombia resulta esencialmente de la combinación de dos factores. De una parte, de una tendencia de crecimiento de largo plazo, que se sitúa entre el 2 y el 3% anual, y en la cual se reflejan las mejoras de productividad de la mano de obra por efecto del aumento en la experiencia y en los niveles educativos de los trabajadores. De otro lado, los salarios reales aparecen influidos por las fluctuaciones inesperadas o de corto plazo en los ritmos de inflación. Adicionalmente, y en forma bastante marginal, algunos tipos de salarios pueden verse influidos en algunas coyunturas específicas por cambios apreciables en los indicadores de desempleo.

En consonancia con este marco analítico simplificado, en el gráfico puede verse que durante 1986 los salarios reales en la industria tuvieron primero una fase de recuperación, propiciada por la desaceleración en el ritmo de inflación, que permitió restablecer la pérdida sufrida en el año anterior por el fenómeno contrario. Posteriormente, cuando la inflación se fue acercando a sus tasas inerciales, de alrededor del 20%, las tasas de variación de los salarios reales también se adecuaron a su ritmo tendencial de largo plazo, del 2 al 3%.

Aunque los salarios en el sector comercio son característicamente más inestables que en la industria, también es posible detectar el mismo patrón anterior. Sin embargo, en este caso, los aumentos reales recientes superaron en forma holgada las pérdidas de la fase anterior, de suerte que el índice de salarios reales se situó a fines de 1986 en un punto sustancialmente por encima de lo que sería compatible con las tendencias

GRAFICO I-6
EVOLUCION DE LOS SALARIOS REALES E INFLACION
(Variaciones anuales)



mencionadas de largo plazo. No se dispone aún de información más actualizada para precisar si esta tendencia logró consolidarse posteriormente o si, por el contrario, ha sido corregida por una desaceleración en los ritmos de ajuste nominal.

Por último, los salarios reales del sector de la construcción, aparecen con una volatilidad mayor y con una tendencia menos definida de crecimiento que los anteriores. En efecto, este tipo de remuneración experimentó una pérdida aguda a casi todo lo largo del período comprendido entre el segundo trimestre de 1984 y el último de 1985, que sólo resultó compensada en forma parcial por las mejorías alcanzadas posteriormente. En contraposición con los casos anteriores, el salario real de los obreros de la construcción no ha tenido así ninguna tendencia definida de crecimiento en años recientes y se encuentra en la actualidad en un punto apenas comparable al de cuatro años atrás.

III. SECTOR EXTERNO

A. Resultados de balanza de pagos de 1986

El desempeño del sector externo colombiano en 1986 estuvo dominado por la situación del mercado cafetero mundial. Los precios externos del grano tuvieron una fase ascendente entre octubre de 1985 y enero de 1986, cuando comenzaron a anticiparse los efectos de la menor producción brasileña por efecto de las sequías. De acuerdo con los mecanismos previstos en el Pacto de Cuotas entonces vigente, el mercado entró a funcionar libremente a mediados de febrero, lo cual llevó a que se revirtieran parcialmente las

alzas de los meses anteriores. A pesar de los esfuerzos que hicieron los países exportadores para detener estas nuevas tendencias, el año concluyó con unas cotizaciones semejantes a las que se tenían antes de iniciarse la corta bonanza. En definitiva, el precio promedio para el café colombiano durante 1986 tan sólo superó en un 320% el de 1985, mucho menos de lo que esperaba la mayoría de los analistas al iniciarse la bonanza. Sin embargo, el efecto del aumento de precios fue reforzado con un incremento del 140% en las cantidades exportadas, que llegaron a 11.4 millones de sacos, el nivel más alto en la historia cafetera reciente. Como resultado conjunto de estas dos variables, las ventas de café colombiano pasaron de US\$1.712 millones en 1985 a un valor estimado de US\$2.973 millones en 1986. El crecimiento relativo fue así del 740%, que resulta mayor que el que se obtendría de combinar las alzas de precios promedios y de volumen, debido a que las ventas se concentraron en los meses de más altos precios, en razón de la estrategia de manejo del mercado que siguió la Federación de Cafeteros (véase al respecto el capítulo de Sector Externo).

Sin embargo, los ingresos externos de origen comercial se elevaron aun más en 1986, debido a que, simultáneamente, se registraron aumentos de importancia en todos los otros rubros de exportación. El aumento más notorio se dio en el renglón de hidrocarburos, que creció un 470% por efecto de los mayores ritmos de explotación del crudo proveniente de los pozos de la región del Arauca. No obstante, este crecimiento fue moderado frente a las perspectivas que se tenían a comienzos del año, debido a

CUADRO I-2
BALANZA DE PAGOS
(Millones de US\$)

	1985	1986
	Preliminar	Estimado
I. CUENTA CORRIENTE	-1220	529
A. BALANZA COMERCIAL	149	1838
Exportaciones	3883	5638
Café	1712	2973
Menores	1217	1326
Hidrocarburos	410	604
Carbón	121	212
Níquel	58	70
Oro	365	453
Importaciones	3734	3800
Bienes de consumo	347	524
Bienes intermedios	2106	1765
Petróleo y derivados	459	133
Otros	1647	1632
Bienes de capital	1281	1511
B. BALANZA SERVICIOS	-1833	-2081
Ingresos	1227	1293
Egresos	3060	3374
C. TRANSFERENCIAS	464	772
II. CUENTA DE CAPITAL	1850	1092
A. CAPITAL DE LARGO PLAZO	2058	2312
Inversión directa	729	689
Inversión de cartera	- 1	39
Endeudamiento externo	1330	1584
Aportes organismos int.	0	0
B. CAPITAL CORTO PLAZO	- 208	- 1220
Sector oficial	243	- 783
Sector financiero	- 266	- 230
Otros sectores	- 185	- 207
III. CONTRAPARTIDAS	- 39	51
IV. ERRORES Y OMISIONES	-307	-225
V. VARIACION RESERVAS NETAS	284	1446

Fuente: Departamento Nacional de Planeación, febrero de 1987.

que se lograron menores volúmenes de venta y en razón de los precios excesivamente bajos a los cuales se colocó el crudo vendido por Ecopetrol. Algo semejante, aunque de menor importancia ocurrió con el carbón, cuyas ventas externas finalmente registraron un crecimiento del 750/o. Las exportaciones de los demás productos y las compras de oro por parte del Banco de la República también contribuyeron favorablemente al aumento de los ingresos externos. En el primer caso el crecimiento fue del 90/o, atribuible al buen desempeño de las ventas de productos manufacturados, ya que aquellas de productos agrícolas continuaron afectadas por el deterioro de las cotizaciones internacionales. En relación con las compras del oro, el aumento del orden del 240/o fue particularmente notorio, en vista de la total eliminación del sobreprecio que venía otorgándose en años anteriores.

El aumento de más de US\$1.700 millones que experimentaron todos los ingresos externos de tipo comercial se reflejaron casi en su totalidad en el saldo de la balanza comercial, dado que las importaciones, como un todo, tuvieron una variación muy pequeña, al pasar de US\$3.734 millones en 1985 a un monto estimado en US\$3.800 millones en 1986. Este resultado fue posible gracias a las menores compras de petróleo y derivados, que cayeron de US\$459 millones en 1985 a US\$133 millones en el último año. El conjunto de las demás importaciones crecieron así a una tasa estimada del 120/o, en virtud del aumento del 150/o en el presupuesto mensual de importaciones fijado desde principios del año y de las políticas de traslado

de posiciones del régimen de licencia previa al de libre ocurrida a lo largo de 1985 y en los dos primeros meses de 1986. Los rubros más favorecidos por estas decisiones de política fueron los de bienes de consumo y de capital, que aumentaron a tasas del 510/o y 180/o respectivamente. El dinamismo de los primeros afectó tanto a los bienes de consumo duradero como no duradero, en tanto que el de los segundos tuvo lugar en las compras externas de maquinaria y equipo con destino a la industria, la agricultura y el transporte. En contraste, las compras de materias primas descendieron ligeramente, no obstante el crecimiento de las producciones industriales y agrícolas a lo largo del año. Estos resultados muestran así que la liberación de importaciones no era necesaria para garantizar el crecimiento de los sectores productivos en el corto plazo, ya que el suministro de materias primas había llegado ya a un punto satisfactorio desde principios de 1985. Aunque el crecimiento de las compras de bienes de capital es más justificable, en vista de la depresión que habrían experimentado en años pasados, hay indicios en cambio de que el rápido crecimiento de las compras externas de bienes de consumo puede haber sido desfavorable para la producción de algunos bienes de origen nacional.

El conjunto de los demás rubros de la cuenta corriente cambiaron muy poco en relación con el año anterior, de suerte que el balance total de las transacciones corrientes se mejoró casi en igual magnitud que la balanza comercial. Así, la cuenta corriente pasó de mostrar un déficit equivalente a US\$1.220 millones en 1985 a dar un superávit estimado en

US\$529 millones en 1986. Tal cosa fue posible, en esencia, gracias a que las transferencias recibidas del exterior aumentaron en una cuantía suficiente para compensar el mayor costo neto de los servicios financieros y no financieros. Como es conocido, el origen de las mayores transferencias fue la pérdida de atractivo relativo de los activos denominados en monedas extranjeras, al disminuir el ritmo de devaluación y desaparecer las expectativas de una crisis cambiaria. Ello no sólo incentivó la repatriación de algunos capitales sino que, además, indujo una disminución en el tamaño del mercado negro de divisas, aumentando así las ventas de monedas extranjeras al Banco de la República que, en forma equívoca, resultan en parte contabilizadas como transferencias externas. Por su parte, el deterioro del balance de servicios con el resto del mundo respondió a tendencias de largo plazo, dentro de las cuales se incluye el aumento en el saldo de la deuda externa del país.

El fortalecimiento de la cuenta corriente se vio compensado en casi un 50% por una disminución en las entradas netas de capital externo. En efecto, el balance de las transacciones de capital pasó de US\$1.850 millones en 1985 a unos US\$1.092 millones en 1986, frente al aumento de unos US\$1.700 en el balance de transacciones corrientes. El desempeño de la cuenta de capital fue debido, en su mayor parte, a las operaciones financieras de corto plazo. El resultado de estas operaciones fue deficitario tanto en 1985 como en 1986, pero el balance negativo pasó de US\$208 millones a US\$1.220 entre el primero y el segundo año. Es inte-

resante observar, sin embargo, que esta evolución fue el efecto de decisiones de política orientadas a reducir este tipo de endeudamiento, y no a tendencias autónomas en contra de la balanza de pagos colombiana. En desarrollo de esta política, que buscó facilitar el manejo cambiario sin sacrificar la disponibilidad de recursos financieros de mediano y de largo plazo, se canceló una parte de la deuda externa del Fondo Nacional del Café, se pagó el crédito de balanza de pagos que había otorgado el Fondo Andino de Reservas en 1985 y se agilizó la cancelación de otras deudas de carácter comercial de los sectores público y privado. En forma del todo consistente con esta política, simultáneamente se mantuvieron los flujos netos de endeudamiento de largo plazo. De hecho, estos flujos aumentaron debido a que en los últimos días del año fue recibido el tramo final de US\$318 millones del crédito Jumbo contratado con la banca comercial, que se había programado para principios de 1987.

El resultado final de todas las transacciones de la balanza de pagos del país en 1986 fue una acumulación de US\$1.410 millones en las reservas internacionales a disposición del Banco de la República. Al concluir el año, se tenía así un acervo equivalente a US\$3.478 millones, comparable con el de 1983 y suficiente para cubrir cerca de once meses de importaciones de bienes.

B. Problemas de política de 1987

El deterioro de los precios externos del café desde fines de 1986 y la ausencia de un sistema de cuotas para regular el mercado del grano en

los meses futuros han puesto nuevamente de manifiesto la vulnerabilidad del sector externo colombiano. Según las proyecciones de balanza de pagos que se presentan en el capítulo sobre el Sector Externo de esta revista, las ventas externas de café se reducirán a la mitad en 1987, alcanzando un valor estimado en sólo US\$1.450 millones. De mantenerse las tendencias actuales en los demás componentes de la cuenta corriente, puede esperarse que el balance de esta cuenta sea negativo en unos US\$800 millones en el presente año, lo cual representa un retroceso de casi US\$1.300 millones con respecto a 1986, es decir tanto como el valor actual de todas las exportaciones menores. En estas circunstancias es preciso preguntarse cuáles cambios de política son necesarios para mantener la estabilidad cambiaria del país en el corto plazo y para evitar la aparición de presiones que dificulten el manejo del sector externo en el mediano plazo. A continuación se discuten los criterios que deben regir el manejo cambiario, el control de importaciones y la política de endeudamiento externo.

1. El manejo cambiario

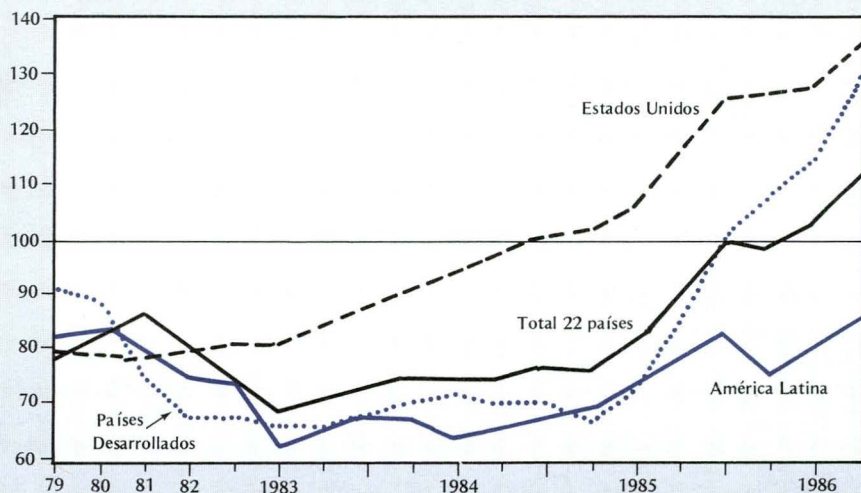
Según se aprecia en el Gráfico I-4, los niveles actuales del tipo de cambio real son los más altos de la historia reciente del país. Si se toma como punto de referencia el año de 1975, el tipo de cambio real para el conjunto de las exportaciones menores supera en 110% su nivel de paridad, mientras que para aquellas dirigidas a Estados Unidos es 370% más alto y para las destinadas a los demás países desarrollados un 300% mayor. El tipo de cambio real para las exportaciones es inferior al de 1975 única-

mente en relación con el conjunto de países de América Latina, pero esto se debe al tipo artificialmente bajo que regía en Venezuela en ese año y a la importancia de ese país en el comercio colombiano de exportación.

En estas circunstancias, el propósito de la política cambiaria debe ser mantener estos logros y mejorar la efectividad del tipo de cambio como herramienta de promoción de las exportaciones, antes que elevar sustancialmente la tasa de cambio real. De hacerse esto último, se continuaría incurriendo en los costos de corto plazo de la devaluación, cuando aún no han llegado a cosecharse íntegramente sus beneficios de mediano y de largo plazo. Así, continuaría incrementándose el peso real de la deuda externa para el país, se encarecería aún más el componente importado de la inversión real, se crearían presiones adicionales para elevar el precio relativo de los bienes con mayor contenido importado, acelerándose así el ritmo global de inflación, y se introduciría un elemento adverso al dinamismo de la demanda agregada en el corto plazo. Frente a esta variedad de costos que se percibirían con relativa rapidez, continuarían aún siendo muy graduales los beneficios de diversificar y ampliar las exportaciones menores, consolidar los procesos de sustitución de algunas importaciones, especialmente de bienes intermedios, y captar el rendimiento fiscal de la devaluación a través de la participación del gobierno en los excedentes cafeteros y mineros.

Por consiguiente, FEDESARROLLO considera que el ritmo de devaluación debe estabilizarse en un ni-

GRAFICO I-7
INDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL PONDERADA (EXPORTACIONES)
(1975 = 100)

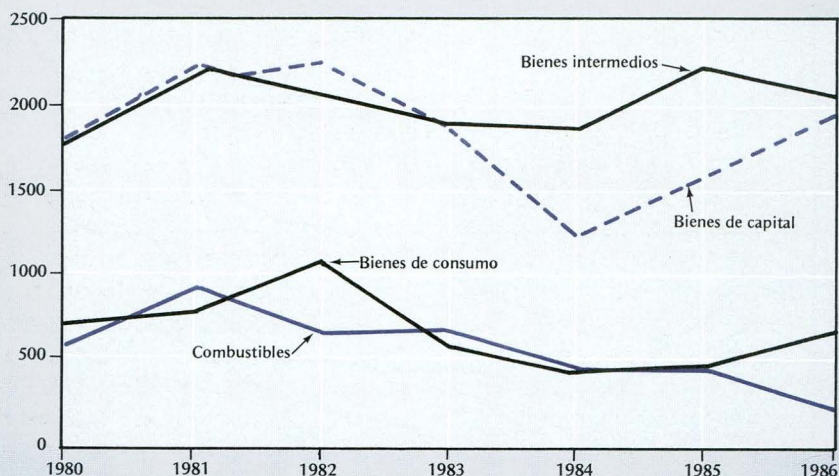


Fuente: FMI y DANE. Cálculos de FEDESARROLLO.

vel del 23 al 25%, suficiente para mantener o elevar ligeramente el actual tipo de cambio real, incluso ante la eventualidad de que llegue a revertirse parcialmente la pérdida de valor del dólar frente a las monedas de terceros países, que contribuyó decisivamente a la devaluación real del último año. Sin embargo, adicionalmente es necesario actuar en algunos frentes complementarios para aumentar los beneficios de la devaluación real que ya se ha logrado. En particular, debe abandonarse la política de ajustar el ritmo de devaluación mensual según el comportamiento de la inflación interna o de los tipos de cambio cruzados frente a las monedas europeas. Como se ha señalado en otras oportunidades, este manejo reduce la efectividad del tipo de cambio para estimular las exportaciones menores porque introduce un elemento de incertidumbre

en la programación de las transacciones externas por parte de los agentes privados. Por otro lado, como también se ha argumentado reiteradamente en *Coyuntura Económica*, es preciso que el gobierno diseñe un mecanismo *flexible y permanente* para que le sean transferidos los excedentes cafeteros que se originan en la devaluación real del tipo de cambio. Una medida de este tipo tiene su justificación en el hecho de que el manejo cambiario tiene por objeto promover la producción de exportaciones nuevas, que pueden ser colocadas rentablemente en el mercado externo, y no aquellas que, como el café, enfrentan restricciones de demanda externa. En estas circunstancias, la transferencia debe tener por objeto compensar al sector público por el encarecimiento del servicio de la deuda que resulta de la devaluación real, dándole así mayor

GRAFICO I-8
IMPORTACIONES REGISTRADAS CLASIFICADAS,
SEGUN USO O DESTINO ECONOMICO
 (Miles de US\$)



Fuente: INCOMEX - Subdirección de importaciones.

margen de acción para adelantar políticas discrecionales de gasto público.

2. El control de importaciones

En el Gráfico I-5 se representan las series de valor de las importaciones registradas, clasificadas según uso o destino económico. El gráfico pone de presente, en primer lugar, la mayor estabilidad que han tenido los registros de importación para materias primas frente a los otros componentes, como resultado no sólo de los criterios de asignación de licencias sino, también, de la relativa rigidez de la demanda de este tipo de bienes. En contraste, las importaciones de bienes de consumo y de capital han tenido grandes variaciones a lo largo de la década, en reflejo tanto de factores de demanda como de decisiones de política para contener-

las, especialmente en 1984 y, en menor medida en 1985. Esto sugiere, por supuesto, que las posibilidades de recortes futuros se encuentran nuevamente en estos dos tipos de bienes. En el caso de los bienes de consumo, es cierto que el nivel actual se encuentra aún por debajo de los promedios de principios de la década. Sin embargo, como es bien conocido, esos fueron años de excesiva liberación en este tipo de compras. Además, las mayores adquisiciones recientes de bienes de consumo en gran parte comprenden bienes de carácter suntuario (vehículos de transporte particular, armas y equipo militar) o bienes sustituibles cuya importación fue liberada como resultado de negociaciones con el GATT o el Grupo Andino. Por su parte, las importaciones de bienes de capital se encuentran en un nivel comparable al de los cuatro primeros años de

la década, que puede considerarse muy alto, pues estaba muy influido por la importancia del componente extranjero de los grandes proyectos de inversión pública adelantados por la administración Turbay.

De acuerdo con lo anterior, es evidente entonces que existe margen para recortar las importaciones, especialmente las de bienes de consumo y de capital. Como lo han manifestado las autoridades económicas en comunicado de prensa de la Junta Monetaria, el actual nivel de importaciones "resulta claramente holgado frente a las necesidades de crecimiento del país, si se tiene en cuenta que en 1987 la demanda por importaciones no será superior a la de 1986. Esto último obedece a menores necesidades de importación de hidrocarburos, a que los inventarios, claramente disminuidos por las restricciones de 1984-85, fueron plenamente normalizados durante 1986 (la reposición de los mismos será la normal en 1987), y a que el represamiento de importaciones de bienes de capital ya se ha eliminado". Frente a estas consideraciones, resulta sorprendente que la propia Junta Monetaria haya decidido mantener inmodificado el presupuesto mensual de importaciones en US\$345 millones, que había sido "fijado en momentos de alta disponibilidad de divisas"¹. FEDESARROLLO considera que si bien este nivel sería sostenible en el presente año, puede comprometer la estabilidad del sector externo en el mediano plazo, en la medida en que se acumulen mayores presiones cambiarias para pagar esas compras. El actual gobier-

no debe evitar incurrir en el mismo error de la administración pasada, que tardó un tiempo excesivo en imponer controles a las compras externas a pesar de las evidentes señales de deterioro de la balanza de pagos, conduciendo así al país al borde de la crisis cambiaria en 1984. De acuerdo con los propios considerandos de la Junta Monetaria, es prudente que se fije de inmediato un presupuesto mensual de US\$300 millones, como el que se tenía en 1985, antes de la coyuntura pasajera de abundancia de divisas. Además, para hacer compatible este presupuesto con las necesidades de importación de aquellos bienes que se encuentran bajo el régimen de previa, es necesario limitar la demanda de importaciones de carácter libre que, de otra forma, desplazarían a las primeras. En esa dirección, es recomendable que se trasladen nuevamente al régimen de previa aquellos ítems en los que puedan presentarse presiones especulativas y que se restrinja la renovación de licencias que queden sin utilizar en el período para el cual fueron expedidas. Finalmente, con el doble fin de disminuir la demanda de importaciones de bienes finales y mejorar la posición de financiamiento externo de carácter comercial, es conveniente que se restablezcan plazos *mínimos* para el pago de las compras externas de bienes de consumo y de capital.

3. Política de endeudamiento externo

De acuerdo con las proyecciones de balanza de pagos que se discuten en el capítulo de Sector Externo, a partir del presente año se presentarán déficit de cuenta corriente que oscilarán entre US\$600 millones y poco más de US\$800 millones, y los cuales

¹ Junta Monetaria, Comunicado de Prensa, febrero 20 de 1987.

CUADRO I-3
ESTIMACION DE LAS NECESIDADES
DE FINANCIAMIENTO EXTERNO DE LARGO PLAZO, 1987-1990
(Millones de dólares)

	1986	1987	1988	1989	1990
I. Déficit en cuenta corriente	-529	788	593	837	783
II. Amortizaciones de la deuda vigente	1013	1337	1536	1728	1733
A. Deuda pública	943	1167	1366	1487	1492
B. Deuda privada	70	170	170	241	241
III. Necesidades totales de financiamiento de largo plazo (I + II)	484	2130	2129	2565	2516
IV. Desembolsos programados de crédito público	1623 ^a	1851	1978	1829	1220
V. Capital privado bruto ^b	689	400	300	300	300
VI. Faltantes (sobrantes) de financiamiento (III-IV-V)	-1828	-81	-149	436	996
Indicadores de endeudamiento					
I. Deuda neta ^c	9336	9769 ^d	10112 ^d	10699 ^d	11232 ^d
II. Deuda neta/exportaciones ^e	1.7	2.0	1.8	1.7	1.7

a Comprende endeudamiento público y privado de largo plazo, e inversión de cartera.

b Incluye inversión extranjera directa y, desde 1987, ingresos brutos de capital privado *directo* a largo plazo.

c Deuda externa total menos reservas internacionales.

d Deuda neta del año anterior más déficit en cuenta corriente menos inversión extranjera directa

e Incluye compras de oro.

deberán ser financiados con recursos de crédito externo. Adicionalmente, la deuda vigente en la actualidad exigirá efectuar amortizaciones de capital que aumentarán desde unos US\$1.300 millones en el presente año hasta aproximadamente US\$1.700 millones en 1989 y 1990. En estos dos últimos años no sólo se acumularán las obligaciones de pago de las deudas externas contratadas por el

gobierno anterior (incluyendo el crédito Jumbo), sino también las amortizaciones de las deudas privadas programadas a través del mecanismo de la Resolución 33 de 1984. (Cuadro I-3).

En suma, teniendo en cuenta tanto las necesidades de la cuenta corriente como las obligaciones de pago, el país tendrá necesidades tota-

les de financiamiento de largo plazo del orden de los US\$2.100 millones en 1987 y 1988 y de aproximadamente US\$2.500 millones en 1989 y 1990. Para satisfacer estas necesidades, se cuenta esencialmente con dos fuentes de recursos: la inversión extranjera directa y los desembolsos de créditos externos de largo plazo con destino al sector público. En forma marginal, también podría disponerse de desembolsos de crédito de largo y corto plazo con destino al sector privado, pero la experiencia de los últimos años muestra que su monto es reducido y muy vulnerable a la situación de los mercados financieros internacionales y a la posición externa del país.

En relación con los recursos de inversión extranjera, es prudente esperar una reducción sustancial con respecto a los niveles que se tuvieron en años recientes, cuando se estaban desarrollando los grandes proyectos mineros de explotación de carbón e hidrocarburos. Por su parte, el gobierno ha dado a conocer recientemente una proyección de los desembolsos de crédito público para los próximos cuatro años, que incluye tanto financiamiento ya contratado como en miras de contratación. Según se aprecia en el cuadro, estas fuentes de recursos permitirían cubrir completamente las necesidades de financiamiento en 1987 y 1988, pero dejarían faltantes crecientes y de magnitud relativamente apreciable en 1989 y 1990. La conclusión de bulto de este ejercicio es, por supuesto, que el gobierno debe fijarse metas más ambiciosas de financiamiento para los dos últimos años de cuatrienio y que, dado el rezago normal que existe entre la decisión de buscar recursos y el momento en que

ellos finalmente se desembolsan, es imperativo que actúe de inmediato en esa dirección. Sin embargo, este ejercicio pone de presente también que cualquier desajuste entre las metas fijadas para los dos primeros años y los recursos que efectivamente se consigan puede acarrear problemas de balanza de pagos. No es nada improbable que ello ocurra, pues, como es bien sabido, los porcentajes de cumplimiento de los programas de endeudamiento rara vez sobrepasan el 80% y en su ejecución además se presentan normalmente rezagos notables. En consecuencia, el programa de financiamiento externo del gobierno debe sufrir una revisión mucho más sustancial para que pueda hacer frente a las necesidades de la balanza de pagos.

Es preciso observar que tal estrategia no implica desconocer las posibilidades de endeudamiento del país. En efecto, como se observa al final del Cuadro 1-3, los indicadores de tamaño del endeudamiento neto permanecerán estables y a niveles manejables en los próximos años. Esto significa, sencillamente, que los déficit esperados de cuenta corriente son viables y que la política de financiamiento externo de largo plazo debe montarse sobre esa base. Esto implica también que no sería prudente diseñar una estrategia de financiamiento bajo el supuesto de que se requiere una reestructuración global de la deuda externa. Esta estrategia implicaría costos financieros mayores y un proceso de negociación más complejo que el de consecución de nuevos recursos. Además, involucraría necesariamente a los organismos internacionales de crédito, con todas las secuelas que ello aca-

rra sobre el manejo de la política económica interna. Nada de lo anterior descarta, sin embargo, la conveniencia de reestructurar algunas deudas individuales, especialmente de las entidades regionales y locales del sector público. Para el efecto, se cuenta ya con la experiencia de la Resolución 33 de 1984, que no sólo facilitará el diseño de un mecanismo semejante para el sector público sino que, además, haría más expeditos los procesos de negociación con las entidades acreedoras.

Finalmente, conviene observar que la proyección anterior de necesidades de crédito supone que todo el financiamiento *neto* de largo plazo se utiliza para cubrir los requerimientos de la cuenta corriente, es decir, que no se presentan necesidades de financiamiento adicional para cubrir salidas netas de capital públicas o privadas de corto plazo ni para elevar el saldo actual de las reservas internacionales. Esto implica que la política de financiamiento externo de largo plazo debe complementarse con medidas para controlar las operaciones cambiarias que puedan dar origen a salidas de capitales por razones comerciales o especulativas. A este respecto, debe hacerse énfasis en la necesidad de restablecer los plazos mínimos para el pago de importaciones, como ya se señaló, y en continuar controlando las operaciones externas de algunas empresas públicas, en particular el Fondo Nacional del Café, Ecopetrol y Carbocol, y de todas aquellas entidades que gozan de regímenes cambiarios especiales y que por su tamaño tienen una gran incidencia en las operaciones cambiarias del país. En esta dirección apunta correctamente la Resolución 3 de 1987 que obliga a las em-

presas extranjeras del sector petrolero a reintegrar el producto de las exportaciones del crudo, cerrando así un canal de pérdida de recursos financieros para el país.

IV. FINANZAS PUBLICAS

A. Las finanzas del gobierno central en 1986

En los años de 1984 y 1985, la frágil situación del sector externo colombiano creó un ambiente propicio para el ajuste fiscal ya que, de acuerdo con la filosofía oficial, el exceso de gasto del sector público era uno de los factores causantes del desequilibrio externo y, de contera, un elemento desfavorable a la iniciativa privada y al aumento de la producción. Como es bien sabido, en el año de 1986 se alteraron en forma radical las circunstancias del sector externo, dando origen a una presión para aumentar las reservas internacionales, generando recursos adicionales para el fisco y estimulando la actividad productiva por los más diversos canales. No obstante, nada de esto llevó a modificar los objetivos anteriores del manejo fiscal. En esta nueva oportunidad, la contención del gasto e, incluso, la constitución de enormes excedentes de Tesorería sin utilizar, fueron expresamente utilizados con el propósito de facilitar el manejo monetario.

Según operaciones efectivas, el total de gastos del gobierno central creció en 30.70% en 1986. Esta tasa, por sí misma, podría sugerir una cierta tendencia al relajamiento de los controles en materia fiscal, ya que implica un crecimiento real del orden del 80% en el total del gasto. Nada más reñido con la verdad. En efecto,

es preciso tener en cuenta, en primer lugar, que durante 1985 el gobierno aplicó una política de contención a ultranza en los pagos de Tesorería, que implicó trasladar al año siguiente parte de la presión efectiva de pagos, como fue analizado en la edición de octubre pasado de *Coyuntura Económica*. En segundo término, en 1986 se presentaron gastos de carácter extraordinario e imposterables, asociados a los comicios electorales. Adicionalmente, una parte importante del crecimiento del gasto tuvo su origen en el aumento de los pagos por concepto de intereses de la deuda, como resultado de la devaluación del año anterior y de la política de sobreendeudamiento interno, como veremos más adelan-

te. Frente a este conjunto de factores, el propósito de contención del gasto se manifestó, finalmente, en los pagos de inversión, que constituyen en la práctica la única variable discrecional con que cuentan las autoridades económicas en el corto plazo para ese propósito. En efecto, la inversión creció sólo un 15% en términos nominales, lo cual es particularmente notable, si se recuerda que en los años inmediatamente anteriores ya se habían producido recortes apreciables en este tipo de gasto en términos reales. (Cuadro I-4).

Simultáneamente, el conjunto de ingresos corrientes del gobierno central se elevó en 46.3%, es decir más de 20 puntos porcentuales en térmi-

CUADRO I-4
BALANCE FINANCIERO DEL GOBIERNO CENTRAL
OPERACIONES EFECTIVAS
Enero – Diciembre
(Millones de pesos)

	1985	1986	Variación %
I. Ingresos corrientes	437912	640460	46.3
II. Gastos corrientes	384559	520410	35.3
A. Funcionamiento	348739	454375	30.3
B. Intereses de la deuda	32986	54922	66.5
C. Otros pagos	2834	11113	292.2
III. Ahorro	53353	120050	125.0
IV. Inversión	111794	128644	15.1
V. Déficit	58439	8594	-85.3
VI. Financiamiento del déficit	58439	8594	-85.3
A. Crédito interno neto	64882	115025	77.3
1. Banco de la República	24978	70000	180.3
2. Crédito cafetero	—	14194	—
3. Mercado financiero	57951	44433	-23.3
4. Amortizaciones (menos)	18047	13602	-24.6
B. Crédito externo neto	452	-40621	—
C. Variación de depósitos (menos)	6895	65810	—

Fuente: DNP-UIP-DAF.

CUADRO I-5
INGRESOS CORRIENTES DE LA NACION (RECAUDOS)
 Enero—Diciembre
 (Millones de pesos)

	1985	1986	Variación %	Proyección 1987	Variac. %
Renta y complementarios	162843	222497	36.6	270.000 ^b	21.3
Ventas	127267	189720	49.1	245.000	29.1
— Internas	89914	127010	41.3	162.000	27.5
— Importaciones	37353	62710	67.9	83.000	32.4
Aduanas y recargos	50449	81249	61.1	107.000	31.7
Gasolina y ACPM	34636	46493	34.2	60.000	29.1
Timbre nacional	18775	24286	29.4	31.000	27.6
Impuesto CIF 80/o	21171	38695	82.8	51.000	31.8
Ad-valorem café 6.50/o	11952	30088	156.7	23.000	-23.6
Otros ^a	42198	81112	92.2	109.000	34.4
TOTAL RECAUDO BRUTO	469430	714140	52.1	896.000	25.5

Fuente: DIN y estimativos FEDESARROLLO.

^a Comprende CIF 20/o importaciones, proturismo 50/o, timbre salidas al exterior e ingresos no tributarios (tasas y multas, rentas contractuales y fondos especiales).

^b Incorpora el efecto del aumento esperado en devoluciones como resultado de la reforma tributaria de 1986.

nos reales. También en este caso, esta evolución vino a reforzar tendencias pasadas, como quiera que desde 1983 se han observado aumentos más acelerados en los recaudos tributarios que en el conjunto de precios de la economía. Así, al considerar el efecto acumulado de la mayor tributación en el último cuatrienio, se encuentra que ha habido un aumento del orden del 60% en términos reales, que sólo es comparable con el registrado a fines de la década del sesenta cuando se creó el impuesto a las ventas y se estableció el régimen de retenciones y anticipos. Este resultado refleja, por supuesto, la efectividad de las diversas medidas que en materia tributaria se adoptaron

durante la administración Betancur y los esfuerzos que se han hecho para evitar su posterior erosión.

En el Cuadro I-5 se presentan los resultados que en materia de recaudos ha registrado la Dirección de Impuestos Nacionales en los dos últimos años. Como allí se aprecia, el dinamismo de los tributos tiene un carácter generalizado a todos los rubros, aun cuando naturalmente es mayor para aquellos provenientes del sector externo, que se vieron fortalecidos en el último año por la elevación de los precios de venta externa del café, el mayor volumen de transacciones externas y el efecto reza- gado de la devaluación acelerada del

tipo de cambio en 1985. Por estas razones, se registraron tasas muy altas de crecimiento de los recaudos por concepto del impuesto *ad-valorem* de café (156.7 %/o), ventas sobre importaciones (67.9 %/o), aduanas y recargos (61.1 %/o) y CIF del 8 %/o sobre importaciones (82.8 %/o). En este último caso, la tasa de crecimiento referida refleja también el retraso con el que empezó a recaudarse el tributo en 1985, después de su introducción. Además, es posible que el conjunto de los demás impuestos aplicados a las importaciones se haya favorecido por la recomposición de las compras externas hacia artículos con mayores gravámenes y a favor del sector privado, como resultado de la liberación.

Aunque las tasas de crecimiento de los tributos internos fueron un poco inferiores en todos los casos, resultan quizás más significativas, ya que los aumentos se basaron en gran medida en factores de crecimiento vegetativo de los ingresos y gastos internos y en los esfuerzos por mejorar la administración del recaudo. Así, el impuesto a las ventas de origen interno se elevó en 41.3 %/o y aquel proveniente de la renta aumentó en 36.6 %/o, tasas que, en ambos casos, superan el crecimiento de los ingresos nominales de la economía en su conjunto (que puede estimarse en un 27 %/o). Este fenómeno puede reflejar en parte factores de progresividad y, en el caso de las ventas, el encarecimiento relativo de algunos artículos con alto gravamen, como los vehículos. Sin embargo, también, pone de manifiesto que las reformas de años anteriores han mantenido toda su efectividad, en contraste con lo sucedido en ocasiones anteriores

cuando se introdujeron modificaciones a los regímenes tributarios.

El efecto conjunto del buen comportamiento de los ingresos y de las políticas de contención del gasto fue la virtual eliminación del déficit económico del gobierno central desde el punto de vista de sus operaciones efectivas. En efecto, dicho déficit cayó de unos \$58.000 millones en 1985 a sólo cerca de \$8.600 millones en el último año. El ajuste fiscal resulta aún más notorio si se recuerda que los valores *nominales* correspondientes de esa misma variable en 1983 y 1984 fueron del orden de los \$108.000 y \$127.000 millones respectivamente. Cabe señalar que las propias autoridades económicas son conscientes en la actualidad de que el gobierno central ha cargado un peso excesivo en la corrección de los desequilibrios de todo el sector público, lo cual se ha traducido en un recorte importante de sus programas de inversión, que aspira a ser corregido, al menos parcialmente, en 1987²

Frente a esta apreciable disminución del déficit del gobierno central, la estrategia de financiamiento de la Tesorería no fue modificada en conformidad. Si bien las necesidades brutas de financiamiento se vieron elevadas por un aumento muy apreciable en los pagos efectuados por concepto de crédito externo, el uso de los recursos financieros internos fue excesivo, dando origen así a una acumulación de depósitos sin utilizar. En efecto, a pesar de que la Tesorería dispuso de \$70.000 millones de crédito primario concedido por

² Véase el documento CONPES DNP-2302-UPG, "Lineamientos del Programa Macroeconómico 1987".

Ley 7a. de 1986 y de algo más de \$14.000 millones provenientes del acuerdo cafetero, que le habrían bastado para cubrir todas sus necesidades de financiamiento, acudió al mercado financiero para elevar la colocación de TAN y bonos. Por este medio obtuvo recursos en cuantía de \$44.000 millones que, en último término, quedaron congelados como depósitos en el Banco de la República, junto con otros \$21.000 millones adicionales provenientes de otras fuentes de origen interno. Adicionalmente, el gobierno dejó también sin utilizar porciones de varios créditos externos desembolsados en el curso del año, entre ellos el crédito Jumbo, los créditos sectoriales del Banco Mundial para la agricultura, y las exportaciones y la colocación de bonos en el mercado japonés. De esta manera, al concluir 1986 la Tesorería tenía recursos propios o destinados a otras entidades por cuantía de \$193.620 millones, equivalentes a una vez y media todos los pagos por concepto de inversión realizados durante el año. Todo esto sin contar que el gobierno nacional se benefició sólo con una proporción mínima de los recursos de la bonanza cafetera que, según el acuerdo cafetero del mes de enero, debían originar préstamos a la Tesorería por cuantía hasta de \$35.000 millones y transferencias por otro tanto. El préstamo no pudo hacerse operativo por la imposibilidad de incorporarlo al presupuesto de la vigencia, de modo que los recursos terminaron siendo invertidos en Títulos de Regulación del Excedente Cafetero. Por su parte, la transferencia sólo se hizo efectiva en unos \$11.000 millones y quedaron adeudándose otros \$17.000 millones, para llegar al porcentaje previsto en el acuerdo. En síntesis, la política de

financiamiento del déficit no se adecuó a las necesidades de la Tesorería ni a las posibilidades alternativas de recursos. Como resultado, acabó incurriéndose en costos innecesarios al acudir al mercado financiero interno en busca de recursos que no fueron utilizados y al permitir que parte de los recursos de origen cafetero destinados al gobierno fueran colocados en papeles cuyo costo también debió ser asumido indirectamente por el fisco nacional, a través de la Cuenta Especial de Cambios³.

B. Perspectivas para 1987

En el Cuadro I-6 se presenta la proyección de FEDESARROLLO sobre las finanzas del gobierno central en 1987. En materia de ingresos corrientes, la tasa implícita de crecimiento proviene del estimativo de los diferentes tributos, que se presenta en las columnas finales del Cuadro I-5. En este último puede verse que el total de recaudos aumentará un 25.50% en 1987, tasa esta bien inferior a la alcanzada en los años anteriores y, en particular, en 1986.

El origen de esta desaceleración en los recaudos es múltiple. En relación con aquellos de origen interno se ha supuesto que las bases de tributación crecerán en línea con el PIB nominal, es decir un 28%. Sin embargo, las tasas efectivas de tributación sufrirán modificaciones, especialmente en el caso del impuesto a la renta y complementarios por efecto de la reciente reforma tributaria. Como se discute en el capítulo de Finanzas Públicas, los cálculos oficiales sobre el efecto de la reforma parecen

³ Véase el *Informe Financiero* de la Contraloría del pasado mes de diciembre.

CUADRO I-6
PROYECCION DEL DEFICIT DEL GOBIERNO CENTRAL
 Operaciones efectivas
 (Miles de millones de pesos)

	1986	1987	Variación %
I. Ingresos corrientes	640.5	804.0	25.5
II. Gastos corrientes	520.4	685.0	31.6
III. Ahorro	120.1	119.0	- 0.9
IV. Inversión	128.6	185.0	44.0
V. Déficit	8.5	66.0	-

Fuente: Véanse cuadros anteriores.

sobreestimados por una variedad de razones, lo cual se refleja en la tasa del 21.3 % que aparece en el cuadro. En ella se capta no sólo el efecto sobre los recaudos brutos sino, también, el aumento previsto en las devoluciones por retenciones en 1986.

Con respecto a los impuestos de origen externo, las proyecciones son consistentes con la evolución de las importaciones diferentes de combustibles esperada para este año⁴ y una variación del 24% en el tipo de cambio promedio. En el caso del impuesto *ad-valorem* a las exportaciones de café, se tiene en cuenta, además, el efecto que la nueva situación externa del grano tendrá sobre los reintegros efectivos de divisas por este concepto.

En contraste con lo sucedido en los últimos años, en 1987 los gastos corrientes del gobierno central crecerán más rápido que los ingresos, produciendo un virtual estanca-

miento en el ahorro. Sin embargo, el crecimiento de los gastos corrientes reflejará, esencialmente, las tendencias de crecimiento de los salarios del sector público (26%) y las obligaciones por concepto de intereses de la deuda. No hay así ninguna expansión del aparato de funcionamiento en respuesta a los objetivos de gasto social del actual gobierno. Se supone que estas nuevas necesidades se canalizarán exclusivamente a través de un mayor gasto en inversión que, de acuerdo con el objetivo del gobierno, crecerá en un 44%.

El resultado final de estos comportamientos será una ampliación del déficit del gobierno central, el cual se elevará a unos \$66.000 millones en 1987, en comparación con unos \$8.500 millones en 1986. La existencia de un amplio margen monetario —como se discute en la siguiente sección— y la necesidad de contrarrestar la caída de la demanda proveniente del sector cafetero sugieren, sin embargo, que este mayor déficit puede acomodarse macroeconómicamente en forma muy holgada.

⁴ Véase el Capítulo de Sector Externo.

V. EL CONTROL MONETARIO Y LA INFLACION

El objetivo de la política monetaria durante 1986 fue contrarrestar las presiones de expansión monetaria que directa e indirectamente se generaron por el fortalecimiento de las ventas externas de café. En forma directa, la monetización de todos los ingresos externos *adicionales* por concepto de exportaciones cafeteras hubiera elevado por sí sola en 60 puntos porcentuales la tasa de crecimiento de la base monetaria⁵. Sin embargo, esta no era la única presión expansiva, ya que la bonanza cafetera trajo consigo una recuperación de los ingresos cambiarios originados en transferencias por repatriación de capitales y por la contracción del mercado de divisas y, simultáneamente, redujo el atractivo de los Certificados de Cambio, por estar denominados en dólares y haber desaparecido las expectativas de una rápida devaluación. El primero de estos efectos implicó una presión adicional sobre la base monetaria equivalente al 180/o de su valor a fines de 1985 y el segundo un crecimiento adicional de otros 9 puntos porcentuales. Así las cosas, directa e indirectamente, las presiones monetarias generadas por la bonanza representaron un crecimiento del orden del 870/o de la base.

Dado el carácter pasajero y eminentemente coyuntural de este fenómeno, las autoridades económicas descartaron desde un principio la opción de utilizar el sector externo

de la economía como canal para drenar estas presiones. Tal cosa habría podido hacerse mediante una combinación de políticas que hubieran aumentado las importaciones de bienes y servicios, disminuido las exportaciones de bienes diferentes a café, acelerado el pago de todo tipo de deudas al exterior y, en fin, estimulado las salidas netas de divisas de origen oficial. Además, estas políticas podrían haberse complementado con un ritmo más lento de devaluación del tipo de cambio, para disminuir así el efecto monetario de la acumulación de reservas internacionales en poder del Banco de la República. Sin embargo, tal estrategia se dejó de lado, ya que habría implicado sacrificar la acumulación potencial de reservas internacionales y debilitado nuevamente los esfuerzos de recuperación del tipo de cambio real. Por consiguiente, las únicas medidas que se tomaron para disminuir el influjo neto de divisas estuvieron orientadas a acelerar la cancelación de algunos créditos de corto plazo o de carácter comercial, con un efecto nulo sobre la posición de reservas o de endeudamiento externo en el mediano plazo.

La autoridad monetaria también descartó la opción de acudir al manejo de los encajes bancarios para acomodar un mayor crecimiento no inflacionario de la base monetaria. Esta opción que, de hecho, implicaba desplazar al sistema financiero de las actividades de intermediación, hubiera entorpecido el proceso de recuperación del sistema bancario y restringido la irrigación de créditos a los sectores productivos, impidiendo así que la favorable coyuntura externa se transmitiera a toda la economía.

⁵ Este cálculo se basa en suponer que los US\$1261 estimados como mayores ventas de café se hubieran monetizado a la tasa de cambio promedia del año.

De esta manera, las opciones que quedaban eran, en esencia, la restricción del crédito primario otorgado por el Banco de la República a los diferentes agentes económicos —el gobierno en particular— y la ampliación de los pasivos no monetarios colocados por el mismo Banco para captar los remanentes de liquidez en poder del público. Para llevar a la práctica estas opciones, las autoridades económicas concentraron sus esfuerzos en tres frentes; en primer lugar, en captar directamente parte de los excedentes de liquidez en poder del sector cafetero; en segundo término, en ampliar la colocación de títulos en el mercado monetario libre, y, por último, en manejar las finanzas de la Tesorería con fines contraccionistas, aumentando sus disponibilidades en el Banco Central. Aunque habrían podido utilizarse otros instrumentos monetarios de contracción, el margen de acción en estos otros frentes estuvo limitado por compromisos adquiridos con los organismos internacionales de crédito y por consideraciones de distribución del peso del ajuste entre los sectores económicos. En particular, las autoridades evitaron acudir al manejo de los depósitos de importación, los plazos para el pago de las compras externas o el uso de los Certificados de Cambio con descuento, porque cualquiera de estas medidas estaba proscrita por un compromiso adquirido con el Fondo Monetario Internacional y porque su peso habría recaído sobre el sector importador, ya seriamente castigado por la sustancial elevación del tipo de cambio real.

Para captar los excedentes de liquidez en poder del sector cafetero, a lo largo del año se llevaron a efecto

los términos del acuerdo logrado entre el gobierno y dicho sector en el mes de enero. En esta materia, el acuerdo fue muy efectivo desde un principio, al contrario de lo que ocurrió en el campo de las transferencias de recursos hacia el gobierno, como vimos en la sección anterior. El esfuerzo de contracción monetaria se dio de forma continua y acumulativa de suerte que, al fin del año, el acuerdo cafetero era responsable de haber conjurado una expansión de origen primario por valor de \$118.400 millones, equivalentes al 28.2% de la base monetaria o a aproximadamente las dos terceras partes del excedente cafetero generado por la bonanza, tal como fue definido en el acuerdo mencionado. Esta contracción se dio a través de la adquisición de Títulos de Regulación del Excedente Cafetero (TREC) clase A (\$62.297 millones) destinados a capitalizar el Fondo Nacional del Café y financiar el Fondo de Monedas Extranjeras, FODEX; TRECs clase B, también con destino al FODEX (\$25.000 millones), y Títulos de Participación (\$31.103 millones) con recursos que iban originalmente destinados al gobierno y a las entidades cafeteras por partes iguales, aproximadamente. Los recursos del FODEX permitieron, a su vez, que diversas entidades descentralizadas efectuaran pagos al exterior por el equivalente a US\$254 millones. Adicionalmente, en virtud del acuerdo cafetero, el Fondo Nacional de Garantías de Instituciones Financieras recibió \$37.700 millones, de un máximo de \$40.000 millones previstos para ese destino con el fin de respaldar la emisión de Títulos de Ahorro Cafetero (cuya cuantía, sin embargo, no llegó a los \$30.000 millones). Estos últimos recursos tuvieron así un papel expansivo, ya que

fueron utilizados por el sistema financiero.

Según las estadísticas del Cuadro I-7, la colocación de títulos en el mercado monetario libre dió lugar a una contracción cercana a los \$80.000 millones, equivalentes a un 19.3% de la base monetaria. Tal cosa se logró a través de la colocación de Títulos Canjeables y de Participación en un mercado libre de oferta y demanda, y en el cual tuvieron gran incidencia los bancos y corporaciones financieras, por un lado, y los inversionistas que anteriormente tenían recursos en Certificados de

Cambio, por otro. Los primeros acudieron a este mercado de títulos del Banco de la República para colocar sus excedentes de liquidez a tasas remunerativas, levemente por debajo de las pagadas por ellos en la captación de CDT. Los segundos encontraron en los Títulos Canjeables una alternativa de inversión más rentable que la inicial, que venía perdiendo su atractivo al disminuir las expectativas de devaluación, aunque también denominada en dólares. A través de los Títulos de Participación y los Títulos Canjeables se logró así contrarrestar parte de las presiones expansivas que en forma directa o indirecta fueron

CUADRO I-7
ORIGEN DE LAS VARIACIONES EN LA BASE MONETARIA EN 1986
(Millones de pesos)

	Variaciones	
	Absolutas	Relativas (%)
A. Activo Banco de la República	390925	94.8
1. Reservas internacionales	373429	90.6
2. Crédito doméstico	15949	3.9
— Neto al gobierno	— 15257	— 3.7
— Bruto a bancos	— 16729	— 4.1
— Bruto a entidades de fomento	62196	15.1
— Bruto al sector privado	— 14261	3.5
3. Otros activos netos	1547	0.4
B. Pasivos no monetarios	276983	67.2
1. Operaciones de mercado abierto	79661	19.3
2. Certificados de Cambio	— 37755	9.2
3. Depósitos de giro	12462	3.0
4. Resoluciones 28 y 60 de 1984	7057	1.7
5. Obligaciones externas de largo plazo	34845	8.5
6. Otros	62313	15.1
7. Acuerdo cafetero	118400	28.7
C. Moneda de Tesorería en circulación	2487	0.6
D. Variación de la base monetaria (A — B + C)	116429	28.2

generadas por la nueva situación del sector externo.

Como ya se mencionó, el manejo de las finanzas del gobierno con fines contraccionistas fue el tercero de los frentes de acción escogidos por las autoridades para lograr el objetivo del control monetario. Aunque según el Cuadro 1-7, el efecto contraccionista de las operaciones del gobierno fue relativamente moderado —\$15.257 millones, equivalentes al 3.70/o de la base—, tal resultado esconde en realidad dos tendencias de signo opuesto. Por un lado, el gobierno central, a través de la Tesorería, realizó un esfuerzo gigantesco de contracción, que le llevó a aumentar sus depósitos en el Emisor en \$93.852 millones a lo largo del año y a dejar recursos de crédito externo sin utilizar por \$45.592 millones, provenientes del crédito Jumbo destinado a Carbocol y Ecopetrol, principalmente, del crédito sectorial agrícola del Banco Mundial, del crédito de apoyo a las exportaciones y de la colocación de bonos en el mercado japonés, entre otros. Teniendo en cuenta que el gobierno hizo uso de diferentes recursos de crédito primario y, en particular del cupo de \$70.000 millones otorgado por la Ley 7a. de 1986, la contracción efectiva neta realizada por la Tesorería fue, en definitiva, del orden de \$45.716 millones. Por otro lado, sin embargo, el resto de las entidades públicas jugaron un papel expansionista desde el punto de vista monetario, que en gran parte compensó el esfuerzo del gobierno central. El origen de esta tendencia fue, en esencia, la concesión de los acuerdos de pago a través del FODEX para la cancelación de deudas externas, mencionado arriba. Sin embargo, conviene obser-

var que parte del esfuerzo contraccionista atribuido al gobierno central fue ejercido en realidad por aquellas otras entidades del sector público a los que estaban dirigidos recursos de crédito externo que quedaron sin utilizar.

En suma, la política de control monetario logró cabalmente su objetivo al concluir el año, cuando el crecimiento de la base monetaria se situó en el 28.20/o anual (Cuadro 1-8). Además, la tasa de crecimiento del conjunto de los medios de pago fue todavía más reducida (22.80/o) ya que la liquidez secundaria avanzó en forma relativamente lenta con respecto a finales del año anterior. La baja del multiplicador implícita en este comportamiento encuentra su explicación en tres factores. El primero de ellos de origen estadístico: como a finales de 1985 la expansión monetaria de carácter estacional había sido excesiva, el crecimiento observado en los últimos meses de 1986 quedó comparativamente disminuido. En segundo lugar, sin embargo, la política monetaria también tuvo influencia, ya que al encarecer las sanciones por desencaje y elevar el costo de los recursos de crédito primario obligó a los bancos a ejercer mayor control sobre su situación de tesorería a fin de año. En tercer lugar, la disminución del multiplicador al concluir el año estuvo favorecida también por la recuperación del coeficiente de efectivo a depósitos, es decir, por un desplazamiento de la demanda de dinero de cuentas corrientes hacia efectivo, que limitó las posibilidades de creación de liquidez secundaria por parte del sistema bancario.

Los logros de la política monetaria fueron mucho menos rotundos a lo

CUADRO I-8

INDICADORES DE EVOLUCION Y COMPOSICION DE LA LIQUIDEZ
(Millones de pesos)

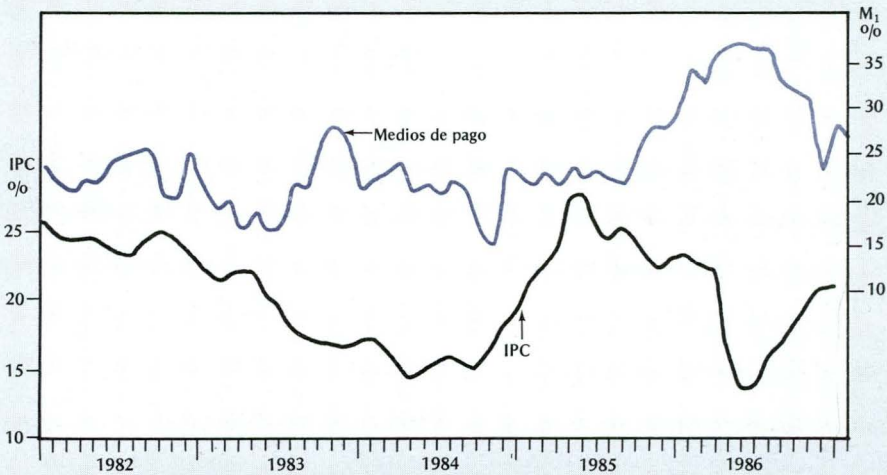
	Saldos a fin de		Variación %
	1985	1986	
I. Base monetaria (A+B-C+D)	412205	528634	28.2
A. Reservas internacionales (en pesos)	339438	712867	110.0
B. Crédito primario bruto	341220	358716	5.1
C. Pasivos no monetarios	276588	553571	100.1
D. Moneda de Tesorería	8135	10622	30.6
II. Liquidez secundaria	229979	259836	13.0
III. Medios de pago (I + II)	642184	788470	22.8
IV. Cuasidineros	970326	1288107	32.7
V. Oferta monetaria ampliada (III + IV)	1612510	2076577	28.8

Fuente: Banco de la República.

largo del año. En efecto, como se aprecia en el Gráfico I-9, los ritmos de crecimiento de los agregados monetarios fueron, en promedio, mucho más altos a lo largo de 1986 que en el año anterior o que en diciembre último. De hecho, tanto la base como los medios de pago registraron crecimientos cada vez más rápidos desde el último trimestre de 1985 hasta mediados de 1986, los cuales sólo fueron revertidos gradualmente a partir de entonces. Paradójicamente, sin embargo, como el mismo gráfico lo indica, las tasas de inflación registraron una tendencia opuesta, llegando a su punto más bajo de toda la década a mediados de 1986. Esta aparente contradicción encuentra su explicación tanto en factores reales como monetarios. En relación con lo primero, es preciso recordar que los

ciclos recientes de la inflación en Colombia han estado determinados por la evolución de la oferta de alimentos no procesados. Como ha sido analizado en números anteriores de esta revista, durante el primer semestre de 1986 se presentó una fase de expansión de la oferta de alimentos que a su vez respondía a los altos precios relativos que habían tenido estos productos un año atrás. La posterior reversión de esa tendencia ha venido dando origen a la aceleración de la inflación observada desde mediados de 1986. Por su parte, desde un punto de vista monetario, los más altos ritmos de expansión de los medios de pago no dieron origen a la aparición de excedentes de liquidez en poder del público, que habrían podido generar mayores ritmos de inflación, porque simultáneamente se amplió la

GRAFICO I-9
EVOLUCION DE LOS MEDIOS DE PAGO Y DE LA INFLACION
(Año completo)



Fuente: Banco de la República y DANE. Cálculos de FEDESARROLLO.

demanda de dinero como resultado de la recuperación de la economía, de la caída en las tasas de interés y de las menores expectativas de devaluación.

Como se analiza detalladamente en el capítulo de Moneda y Crédito, el panorama monetario será muy diferente en el presente año, en razón del giro que ha dado nuevamente la situación del sector externo del país. La previsible caída en el acervo de reservas internacionales implicará la aparición de un margen de expansión monetaria equivalente al 20% de la base actual, que debe agregarse al proveniente del ritmo de inflación tendencial de la economía, para un total no inferior al 40% del valor de la base a finales de 1986.

De acuerdo con la argumentación que se desarrolla en dicho capítulo,

la utilización de ese margen, que ya se encuentra comprometido casi totalmente, deberá favorecer la generación de crédito primario neto, especialmente para la Tesorería, sobre la opción de disminuir los saldos actuales de los diferentes pasivos no monetarios del Emisor. La irrigación de recursos primarios para el gobierno no está justificada por la necesidad de elevar el gasto en inversión para desarrollar programas de carácter social y para contrarrestar parcialmente los efectos depresivos de la demanda proveniente del sector cafetero. Cabe señalar además, que dicha irrigación de recursos podrá hacerse mediante la utilización de parte de los depósitos que la Tesorería tiene a su disposición en el Emisor y no mediante la creación de cupos de crédito. Por otra parte, como también se analiza en el capítulo respectivo, parte del margen monetario debe utilizarse pa-

ra reducir el actual coeficiente de reservas de los bancos. Como allí se observa, tal medida facilitaría la disminución del margen global de intermediación, lo cual sería favorable a la reducción de las tasas de interés activas. Así, se estima que una disminución de tres puntos en el encaje permitiría reducir en unos dos puntos las tasas de interés activas cobradas por los bancos, sin modificar por ello su rentabilidad. Dicha disminución es compatible además con un crecimiento de la base monetaria de un 230/o, y un aumento de los medios de pago del 270/o, que no implican presiones expansivas indeseadas.

La actual coyuntura monetaria es favorable además para la readopción de una política de controles administrativos a las tasas de interés, semejante a la que se tuvo en el primer semestre de 1986, pero incluso de mayor alcance. En efecto, la existencia de un amplio margen monetario para la generación de crédito y la disminución de la tasa de paridad externa de interés son dos de los factores macroeconómicos favorables para una reducción de las tasas de interés aún mayor que la que se logró en aquella oportunidad. Desde un punto de vista financiero, existe también una circunstancia favorable adicional como resultado de la reforma tributaria de finales de 1986, puesto que ella redujo el incentivo de las empresas a endeudarse y, simultáneamente, elevó el atractivo para colocar los ahorros privados en el sistema financiero. Dados este conjunto de factores, en el capítulo de Moneda y Crédito se presenta un paquete de medidas dirigido a lograr un control efectivo de las tasas de interés, basado en la experiencia del primer semestre de 1986. En él se contempla disminuir la tasa

efectiva de interés de captación al 30.140/o y la de colocación al 380/o, es decir más de dos puntos por debajo de los límites establecidos en enero de 1986. Además se señalan las medidas complementarias que deben tomarse para evitar la aparición de distorsiones entre los diferentes tipos de intermediarios y para hacer extensiva la disminución de los intereses a las operaciones de crédito comercial y a través de tarjetas. Cabe observar que la disminución de tasas de interés abriría además un margen para una expansión mayor de los medios de pago que la arriba citada, puesto que estimularía las tenencias de dinero y, en particular, de cuentas corrientes. Por este canal, contribuiría a reducir los costos de captación de recursos del sistema bancario y facilitaría la adopción de las medidas de control propuestas para la tasa activa de interés.

VI. LOS RETOS DE POLITICA Y EL PROGRAMA MACROECONOMICO PARA 1987

Según se desprende de las secciones anteriores de este capítulo, el cambio en las condiciones del sector externo por la caída en los precios del café plantea dos retos de política macroeconómica para 1987: de un lado mantener el crecimiento económico alcanzado durante 1986 y, de otro, estabilizar la posición cambiaria de corto y de mediano plazo del país. Lo primero requiere, en esencia, encontrar nuevas fuentes de expansión de la demanda exógena que replacen la pérdida de dinamismo que tendrá el valor interno de la cosecha cafetera, medido en términos de su capacidad de compra. Estas fuentes pueden incluir aumentos en el gasto público, en la inversión privada o en las ex-

portaciones menores y de servicios, por un lado, o recortes en las importaciones, por otro. En relación con el objetivo de estabilización cambiaria, es preciso impedir que el deterioro de la situación comercial externa del país dé origen a presiones especulativas sobre las demandas de importaciones, los movimientos financieros de carácter comercial y la disponibilidad de los agentes económicos internos y externos a contratar nuevas fuentes de crédito externo de mediano y de largo plazo. En adición a estos dos grandes retos de carácter macroeconómico, el gobierno se ha planteado un tercer derrotero, que consiste en llevar a cabo ambiciosos programas de lucha contra la pobreza y de rehabilitación de zonas de conflicto, dentro de un marco de "economía social" favorable al crecimiento. En otras palabras, el gobierno está frente al reto, impuesto por él mismo, de conciliar la política económica con una ambiciosa política de carácter social, que demandará recursos estimados en \$187.000 millones en 1987 y en no menos de \$1.0 billón en todo el cuatrienio⁶.

Frente a estos retos, las intenciones de política del gobierno para el presente año se encuentran consignadas en el documento CONPES titulado "Lineamientos del Programa Macroeconómico 1987"⁷. De acuerdo con este documento, las piezas claves para desarrollar una estrategia económica coherente en las actuales circunstancias son tres: "(i) garantizar un nivel de desembolsos de crédito

externo que, a la vez que contribuya al financiamiento de la inversión pública, permita al finalizar el año un nivel adecuado de reservas internacionales; (ii) incrementar el ahorro doméstico, público y privado, con el fin de reducir las necesidades de ahorro externo y (iii) reorientar el gasto público hacia bienes y servicios producidos internamente con el fin de contrarrestar el efecto negativo del sector externo sobre la demanda agregada, mantener el dinamismo de la actividad productiva y aumentar los recursos para el financiamiento de los programas sociales. Esta estrategia requiere arbitrar recursos entre el sector descentralizado y el gobierno central, abriéndole campo a la inversión en este último"⁸.

La estrategia anterior contiene, sin embargo, al menos cuatro tipos de problemas para responder a los retos de política arriba enumerados. En primer lugar, se detecta un problema global de orientación. El programa parte de una concepción ortodoxa del funcionamiento de la economía, según la cual los desajustes externo y fiscal son, en último término, el resultado de insuficiente ahorro doméstico. En consecuencia, frente al "shock" externo resultante de la caída de los precios del café hace énfasis en la necesidad de aumentar el ahorro público y privado. Infortunadamente, este enfoque no es compatible con el objetivo de estabilización de la demanda frente a dicho shock externo que, como hemos visto, requiere aumentar otras fuentes de gasto exógeno para sustituir la menor demanda proveniente del sector exportador cafetero. Las implicaciones de este enfoque son diversas. En rela-

⁶ Véase María Mercedes de Martínez, "Estrategia de Desarrollo hacia una Economía Social" en *Economía Colombiana*, enero 1987.

⁷ Documento DNP 2302-UPG, febrero 4 de 1987.

⁸ *Op. cit.*, pp. 14-15.

ción con las finanzas públicas, conduce a fijarse metas de gastos totales del sector público consolidado que, en términos reales, prácticamente no difieren de los niveles del año anterior, renunciando así a utilizar activamente esta herramienta de estabilización de la demanda. En relación con el sector externo, se deja de lado la posibilidad de contener directamente las compras externas con el fin de reorientar la demanda hacia la producción doméstica. Antes bien, el programa considera que es deseable mantener el actual cupo de importaciones y permitir un crecimiento del 11% en las compras externas que efectivamente se realicen durante el año. Por último, en relación con la política social, no resulta compatible un enfoque macroeconómico que hace énfasis en la contención del gasto público para aumentar el ahorro fiscal, con las intenciones de política en materia social que, como hemos visto, suponen realizar gastos en cuantías extraordinariamente altas. Además, como se señala más adelante, no parece factible lograr este objetivo reasignando recursos dentro del sector público.

En segundo término, la estrategia propuesta contiene un problema general de definición y cuantificación de variables de política. El programa no precisa cuáles son las variables que servirán para controlar la ejecución del programa ni define metas precisas para las principales variables objetivo. Así, el programa no ofrece ningún tipo de cuantificación, excepto de manera muy global para el conjunto de las operaciones del sector público consolidado y para las partidas componentes de la balanza de pagos. Sin embargo, aún en tales casos, las cifras que se presentan deben en-

tenderse más como proyecciones (en algunos casos con varias alternativas posibles) que como metas o guías de política. El programa no contempla tampoco metas globales o sectoriales de crecimiento económico ni ofrece pautas indicativas para la toma de decisiones en el sector privado ni para ejecutar las intenciones de política en las entidades individuales del sector público.

En tercer lugar, puede advertirse un problema de selección de instrumentos de política para llevar a cabo la estrategia. El programa hace énfasis en los instrumentos relacionados con la política fiscal y, en particular, con el manejo del gasto y el financiamiento públicos. En cambio, concede mucha menor importancia a los instrumentos específicos de tipo monetario y mucho menos financiero, o a las herramientas de control sobre las importaciones, las operaciones cambiarias y las transacciones financieras externas. De esta forma, se constata la inclinación que han tenido las autoridades económicas desde 1984 en centrar la política económica en el manejo fiscal y en simplificar el número de instrumentos utilizados en las demás áreas. Así, en el manejo monetario y financiero se dejan sin función instrumentos que pueden ser de gran efectividad, como los controles a las tasas de interés, los encajes sobre el sistema bancario y el manejo de diversos pasivos no monetarios de suscripción obligatoria en el sector privado (particularmente entre los importadores de bienes y servicios). De igual forma, en el campo de las políticas del sector externo, el programa no contempla cambio alguno en el presupuesto de importaciones, en los regímenes de licencia previa y libre importación, en los plazos de gi-

ro para el pago de las compras externas ni en ninguno de los instrumentos de control directo del financiamiento externo privado. Así las cosas, la enorme batería de instrumentos de política que el país ha venido desarrollando con éxito en las últimas dos décadas se deja sin utilizar, para acudir en forma casi exclusiva a los instrumentos más convencionales de manejo macroeconómico en las diversas áreas, como lo dictan los cánones de la ortodoxia y los organismos internacionales de crédito.

Por último, la estrategia padece de un gran distanciamiento con las verdaderas posibilidades de acción de las autoridades económicas. Esta deficiencia es notoria en cuanto hace a la reorientación de recursos del sector descentralizado hacia el gobierno central para financiar los grandes proyectos de gasto social de la actual administración. Esta recomendación carece de realismo al menos por tres razones. De un lado, porque la mayoría de las entidades descentralizadas se encuentran en déficit y no tienen cubiertas sus necesidades de financiamiento, mucho menos por lo tanto podrán transferir recursos *financieros* al gobierno central. De otra parte, porque las autoridades económicas no cuentan con discrecionalidad política ni legal para recortar los gastos corrientes ni de capital de esas enti-

dades, lo cual además puede resquebrajar la armonía del equipo económico. Por consiguiente, las posibilidades de redistribuir el *gasto real* al interior del sector público son limitadas. Por último, porque aun si los recursos financieros y/o reales pudieran transferirse, no es claro en absoluto cómo va a trasladarse también la *capacidad administrativa*, operativa y de ejecución de las entidades descentralizadas hacia el gobierno central para que éste pueda ocuparse de los programas que piensa realizar. Esta triple falta de realismo lleva a poner en duda la posibilidad de conciliar el manejo macroeconómico con las políticas sociales dentro de la estrategia propuesta por el gobierno⁹.

En síntesis, aunque es loable la intención del gobierno de continuar elaborando programas macroeconómicos anuales, es claro que el promulgado para el presente año no contiene todos los elementos que requeriría para servir como una guía en el manejo de las diferentes políticas, puesto que no precisa suficientemente sus objetivos, no cuantifica ni desagrega las metas perseguidas, no prevé un uso eficiente de toda la batería de instrumentos de política a su disposición y, finalmente, no reconoce las limitaciones prácticas que puede encontrar su ejecución.

⁹ A este respecto véanse también las ponencias de Hernando Gómez y César Vallejo incluidas en el número 5 de *Debates de Coyuntura Económica*, FESCOL/FEDESARROLLO, marzo de 1987.

Sector Externo

I. INTRODUCCION Y RESUMEN

El desempeño del sector externo en 1986 estuvo dominado por la evolución del mercado cafetero. Las cotizaciones promedias del grano alcanzaron un nivel extraordinario según los patrones de la década actual, aunque con una tendencia descendente desde la eliminación del sistema de cuotas en el mes de febrero. Teniendo en cuenta además el favorable comportamiento del volumen de ventas, los ingresos totales por este concepto alcanzaron una cifra próxima a los US\$3.000 millones, dando origen a una mejoría de cerca de US\$1.700 millones, tanto en el saldo de las operaciones comerciales como en el total de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Aunque los reintegros cafeteros fueron inferiores, debido en parte a la disminución de la deuda externa del Fondo Nacional del Café, el saldo comercial de la balanza cambiaria registró un fortalecimiento del orden de los US\$500 millones con respecto a 1985, y el saldo neto de las opera-

ciones en cuenta corriente de dicha balanza se elevó de US\$140 millones a US\$930 millones. Considerando además los resultados del balance de capitales, el efecto final de todas las operaciones externas del país fue un aumento de casi US\$1.200 millones en el saldo de las reservas internacionales brutas.

A pesar de este desempeño reciente, la brusca caída de los precios externos del café ha puesto nuevamente de manifiesto la vulnerabilidad del sector externo colombiano. Si bien la posición actual de reservas es relativamente holgada en el corto plazo, las perspectivas a partir de 1988 exigen la adopción inmediata de medidas de política en diversos frentes para evitar que se repita la experiencia de los últimos cuatro años. Así, es preciso que se reduzca a US\$300 millones el presupuesto mensual de importaciones y que se adopten disposiciones complementarias para reducir la demanda de importación de bienes de consumo y de capital. En materia de pagos externos, es oportuno que se restablezcan los plazos mí-

nimos para el pago de algunas importaciones y se refuerzan los controles cambiarios sobre las empresas que gozan de regímenes especiales. Adicionalmente, se requiere adecuar la política de financiamiento externo de largo plazo a las nuevas perspectivas del país, adoptando de inmediato una política agresiva de contratación de crédito externo nuevo con destino, esencialmente, a las entidades del sector público.

II. SITUACION CAMBIARIA

A. Evolución del tipo de cambio

La tasa de cambio ascendió a \$219 por dólar al finalizar 1986, lo que representó una devaluación nominal del 27.1% durante todo el año. El ritmo de devaluación fue, sin embargo, relativamente inestable. En términos anuales equivalentes, la variación mensual de la tasa de cambio osciló entre un 21% y un 39%, como resultado de la política de ajustar el ritmo de devaluación al comportamiento de los determinantes de la tasa de cambio real (Cuadro II-1).

El ritmo de devaluación compensó ampliamente el diferencial entre la inflación interna y la externa, de forma que la moneda se depreció en términos reales frente al nivel registrado en 1985. Más aún, la apreciación de las monedas europeas y japonesas frente al dólar permitió una devaluación real del peso cercana al 18% entre el último trimestre de 1986 y noviembre pasado, de acuerdo con la ponderación de las 22 monedas más relevantes en el comercio exterior colombiano según la importancia de los países respectivos en nuestras importaciones. Cuando se ponderan de

acuerdo con el destino de las exportaciones menores, la depreciación real resultante fue menor (12%), debido a la mayor participación de la moneda venezolana, cuya cotización relevante para nuestras exportaciones se depreció considerablemente durante 1985 (Cuadro II-2).

Al considerar distintos grupos de países, se observa que la mejoría en la competitividad en el comercio con los Estados Unidos fue de un 9% en el período señalado, en tanto que frente a los demás países desarrollados fue del 30%, monto atribuible en su mayor parte a la devaluación del dólar en esos mercados. En el contexto latinoamericano, la variación en la tasa de cambio real durante el año resulta diferente según el tipo de ponderación que se utilice en el cálculo. Si se considera la participación de este grupo de países en nuestras importaciones, la depreciación real del peso alcanzó un 14%, en virtud de la escasa devaluación que acompañó los programas anti-inflacionarios en Brasil, Perú y Argentina. Este efecto se reforzó por el mantenimiento durante la mayor parte del año de la paridad del Bolívar relevante para nuestras importaciones procedentes del vecino país. En contraste, cuando los países latinoamericanos se ponderan de acuerdo con el destino de nuestras exportaciones menores se obtiene una *revaluación* real de la moneda colombiana. En este caso, la devaluación del bolívar en el mercado libre venezolano y el continuo traslado de los productos exportados por Colombia a dicho mercado originaron por sí solos una apreciación real del peso que no logró contrarrestarse con la depreciación frente a los demás países de la región.

CUADRO II-1
EVOLUCION DE LA TASA DE CAMBIO OFICIAL

	1983		1984		1985		1986		1987	
	\$ / US	Variación anual equiva- lente %	\$ / US	Variación anual equiva- lente %	\$ / US	Variación anual equiva- lente %	\$ / US	Variación anual equiva- lente %	\$ / US	Variación anual equiva- lente %
Enero	71.45	21.7	90.63	28.2	116.06	32.6	175.00	21.35	222.79	22.86
Febrero	72.81	25.4	92.53	28.3	120.01	42.6	178.10	23.46	226.73	23.41
Marzo	74.19	25.3	94.47	28.3	126.03	82.9	181.53	25.72		
Abril	75.60	25.3	96.45	28.3	132.58	79.0	186.56	38.82		
Mayo	77.04	25.4	98.47	28.3	138.70	71.9	190.46	28.18		
Junio	78.51	25.4	100.40	26.2	142.90	43.0	193.76	22.89		
Julio	80.00	23.3	102.65	30.5	147.79	49.7	197.59	26.48		
Agosto	81.68	28.3	104.81	28.4	152.06	40.7	200.72	20.76		
Septiembre	83.40	28.4	107.01	28.3	157.90	57.2	205.56	33.10		
Octubre	85.15	28.3	109.26	28.4	162.43	40.4	210.30	31.46		
Noviembre	86.94	28.4	111.55	28.3	166.64	35.9	214.64	27.78		
Diciembre	88.77	28.4	113.89	28.3	172.20	48.3	219.00	27.29		

Fuente: Bolsa de Bogotá.

CUADRO II-2

INDICE DE TASAS DE CAMBIO REALES PONDERADAS

(Base 1980 = 100)

Deflactados con Índices de Precios al Consumidor

Período Promedio	Estados Unidos	Otros países desa- rrollados pondera- dos por		Países de América Latina ponderados por ^a		Total 22 países ponderados por	
		Exporta- ciones menores	Importa- ciones	Exporta- ciones menores	Importa- ciones	Exporta- ciones menores	Importa- ciones
1970 -73	128.5	92.2	101.2	124.1	122.3	113.5	115.5
1975	127.1	113.0	114.7	120.8	115.4	119.9	120.1
1977	106.3	94.9	101.8	101.8	96.9	100.7	103.0
1979	100.5	102.7	103.3	94.7	95.7	98.9	100.9
1980	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1981	99.8	83.9	85.4	103.6	102.0	95.5	93.9
1982	100.1	75.8	76.8	96.7	84.8	90.0	87.5
1983 -I	102.4	76.1	77.6	89.2	74.9	88.0	87.2
-II	102.5	74.1	75.6	75.0	72.4	81.7	85.8
-III	107.3	74.1	75.8	79.1	76.8	84.5	88.4
-IV	111.7	76.5	78.7	81.9	78.8	87.5	91.7
1984 -I	116.1	79.0	81.4	80.5	80.8	88.9	95.0
-II	118.7	80.5	83.1	76.1	81.7	88.1	96.9
-III	123.7	78.3	80.7	78.8	84.4	89.5	97.9
-IV	127.9	78.3	81.3	81.9	85.5	91.7	99.9
1985 -I	128.9	74.6	77.3	83.0	86.2	90.9	98.3
-II	135.3	82.7	85.4	87.0	88.0	97.1	104.9
-III	148.1	96.2	99.1	94.3	93.8	108.1	117.2
-IV	159.9	113.6	117.4	99.6	100.5	119.2	131.4
1986 -I	160.2	121.6	126.0	90.1	100.3	117.4	135.2
-II	163.1	129.7	134.7	97.3	104.2	124.0	140.1
-III	172.8	145.3	151.4	102.9	112.0	134.0	153.4
Nov.	174.6	147.0	152.6	99.0	114.8	133.0	155.2

Fuente: Cálculos de FEDESARROLLO sobre datos de las "Estadísticas Financieras Internacionales" del FMI y del DANE. Ver Metodología en Coyuntura Económica Vol. XIII, No. 1, marzo de 1983, p. 110.

^a Desde 1983 se utiliza un promedio ponderado de las tres tasas de cambio vigentes en Venezuela (Ver Coyuntura Económica Vol XIV, No. 3, octubre de 1984, Cuadro III-2 p. 55).

Es importante observar, sin embargo, que estos cálculos no cubren el mes de diciembre, cuando se registró una devaluación de casi el 50% en la tasa preferencial del mercado cambiario venezolano. No obstante, la devaluación en el vecino país puede

traer algunos efectos favorables para la economía colombiana. En particular, en la medida en que se estrecha el diferencial entre las cotizaciones libre y preferencial en Venezuela, es de esperarse que se vea desestimulado el contrabando de productos ve-

nezolanos con alto contenido de insumos importados a la tasa preferencial. El consecuente encarecimiento de dichas mercancías puede reducir su demanda en nuestro país, al tiempo que disminuye las ganancias realizadas por los exportadores venezolanos cuyas actividades, en la mayoría de los casos, tienen un alto riesgo al ser de carácter ilegal. Para las exportadores colombianos, la devaluación del bolívar en el mercado preferencial tendrá pocos efectos, ya que, con la excepción de unos pocos productos, a la mayor parte de nuestros artículos de exportación se les aplica desde hace meses la cotización del mercado libre.

El manejo de la tasa de cambio del peso colombiano en los dos últimos años ha permitido elevar el tipo de cambio real bien por encima del nivel de 1975, superando incluso las metas que algunos analistas sugerían como deseables para lo que resta de esta década¹. En estas circunstancias, el propósito de las políticas futuras en esta materia debe ser el de consolidar estos logros, antes que el de imponerse metas sustancialmente más elevadas de devaluación real. De hacerse esto último se continuaría incurriendo en los costos de corto plazo de la devaluación, cuando aún no ha llegado a cosecharse íntegramente sus beneficios de mediano y largo plazo. Así, continuaría incrementándose el peso real de la deuda externa para el país, se encarecería aún más el componente importado de la inversión real, se crearían presiones adicionales para elevar los precios de los bie-

nes y servicios urbanos que directa o indirectamente utilizan insumos importados y se introduciría un elemento recesivo en la evolución de la demanda en el corto plazo. Frente a esta variedad de costos que se percibirían con relativa rapidez, continuarían aún siendo muy graduales los beneficios de diversificar y ampliar la las exportaciones menores, consolidar los procesos de sustitución de algunas importaciones especialmente de bienes intermedios², y captar el rendimiento fiscal de la devaluación a través de la participación del gobierno en los excedentes cafeteros y mineros. Por consiguiente, antes que proseguir en un acelerado proceso de elevación real del tipo de cambio, el gobierno debe buscar recoger los frutos de la devaluación real que se ha tenido hasta ahora.

FEDESARROLLO considera así que no sería justificable que el ritmo de devaluación superara el 230/o, o a lo sumo el 250/o en 1987. En efecto, una tasa de este orden sería suficiente para lograr el objetivo de mantener o aun incrementar ligeramente el tipo de cambio real, incluso en el evento de que se revierta parcialmente la devaluación reciente del dólar frente a las monedas de terceros países y se recuperen las tasas de cambio reales de los países latinoamericanos que contuvieron las variaciones de su tipo de cambio nominal durante 1986.

Además, FEDESARROLLO encuentra que es recomendable actuar en tres frentes complementarios al manejo cambiario para mejorar su eficacia. En primer lugar, en el del

¹ Véase, Ocampo, José Antonio, "La política macroeconómica en el corto y en el mediano plazo", *Coyuntura Económica*, diciembre 1986.

² Véase el capítulo de industria en la entrega anterior de esta revista.

manejo mismo del ritmo de devaluación, abandonando la política de ajustar mes a mes la tasa de devaluación según la evolución de la inflación externa e interna y el comportamiento de los tipos de cambio de las terceras monedas. Como se ha comentado en varias ocasiones en *Coyuntura Económica*, tal manejo reduce la efectividad del tipo de cambio para estimular las exportaciones porque introduce un elemento innecesario de incertidumbre en las transacciones externas desde el punto de vista de los agentes privados. En segundo lugar, es necesario reforzar la efectividad del manejo cambiario como estímulo a la sustitución de importaciones, con un perfeccionamiento de las políticas de control a las importaciones, en particular de bienes de consumo y de capital, que, según veremos, han registrado tasas muy altas de crecimiento. En tercer lugar, es preciso insistir en la conveniencia de adoptar un mecanismo *flexible y permanente* para transferir al gobierno los excedentes cafeteros que se originan en la devaluación real del tipo de cambio, ya que éste es el único medio de que el sector público se beneficie de la política cambiaria.

B. Resultados cambiarios y de balanza de pagos

Durante 1986 la cuenta corriente de la balanza de pagos arrojó un superávit de US\$529 millones, monto superior en más de US\$1.700 millones al registrado en 1985 (véase el Cuadro II-9 más adelante). Este resultado es atribuible esencialmente al incremento en el superávit comercial, que pasó de US\$149 a US\$1.838 millones, ya que el aumento que registraron las transferencias fue absorbido por el mayor déficit de servicios.

En términos cambiarios, la mejora fue menos notable, ya que el superávit de la cuenta corriente (US\$934) superó en sólo US\$790 millones el resultado de 1985 (Cuadro II-3). Según las estadísticas cambiarias, el mejoramiento se debió tanto al mayor superávit comercial, como a los resultados en el balance de servicios no financieros y transferencias. En el primer caso, la elevación en el precio internacional del café y el aumento en las cantidades exportadas llevaron los reintegros por exportaciones del grano a US\$2.337 millones, cifra que si bien es muy inferior al valor del café efectivamente exportado, representa un incremento del 480/o frente a lo obtenido en 1985. La diferencia entre el valor exportado y los reintegros efectuados al Banco de la República fue de US\$ 636 millones, de los cuales la mayor parte correspondió al pago anticipado de la deuda de corto plazo del Fondo Nacional del Café, tal y como lo acordaron el gobierno y el gremio al comenzar la bonanza del año pasado.

Por su parte, los reintegros de los demás rubros de exportación se elevaron a US\$1.458 millones, monto que representa un crecimiento del 160/o frente a lo obtenido en 1985, y que es resultado de las mayores ventas de hidrocarburos, carbón y productos manufacturados. Entre tanto, las compras de oro fueron de US\$460 millones, cifra que supera en un 130/o la obtenida en 1985, pese a que en 1986 se eliminó gradualmente el sobreprecio que otorgaba el Banco de la República desde marzo de 1984. Sin embargo, la producción de este metal se vio favorecida por los altos precios internacionales que se registraron a lo largo del año pasado.

CUADRO II-3
BALANZA CAMBIARIA
 Enero – Diciembre
 (Millones de dólares)

	1985	1986	1985-1986 %
I. Balance en cuenta corriente	143.5	934.1	550.9
A. Balance comercial	983.2	1445.5	47.0
1. Exportaciones de bienes	2829.4	3794.4	34.1
a. Café	1575.0	2336.6	48.4
b. Otros	1254.4	1457.8	16.2
2. Compras de oro	407.4	459.9	12.9
3. Importaciones de bienes	2253.6	2808.8	24.6
B. Balance de servicios y otras transacciones corrientes	-839.7	- 511.4	-
1. Servicios de capital (Neto) ^a	-1092.4	-1060.6	-
a. Ingresos	80.8	119.4	47.8
b. Egresos	1173.2	1180.1	0.6
2. Servicios no financieros y transferencias	109.6	433.1	295.2
a. Ingresos	668.4	1047.7	56.7
b. Egresos	558.8	614.6	10.0
3. Servicios vinculados al sector energético	143.1	116.1	-18.9
a. Ingresos ^b	444.5	418.1	- 5.9
b. Egresos ^c	301.4	302.0	0.2
II. Balance de capitales	302.3	213.6	-29.3
A. Inversión directa	105.0	50.0	-52.3
B. Crédito neto al sector privado	26.3	- 107.8	-
C. Crédito neto al sector público	171.0	271.4	58.7
III. Otros movimientos de divisas ^d	- 20.1	50.4	-
IV. Variación en Reservas Brutas	425.7	1198.1	181.1
V. Saldo en Reservas Brutas	2313.1	3511.3	51.8

^a Incluye intereses, utilidades y dividendos.

^b Incluye ingresos por exploración y explotación de petróleo (antiguamente denominados capital petróleo), servicios técnicos y divisas ingresadas para gastos internos del sector minero.

^c Pagos de petróleo y gas natural para la refinación.

^d Operaciones Swap, depósitos en moneda extranjera de los bancos, utilidades en ventas de oro, pérdidas netas en compraventa de divisas, DEG y pesos andinos.

Fuente: Banco de la República.

El aumento del conjunto de los ingresos por exportación resultó parcialmente compensado por la aceleración en los giros de importación, que ascendieron a US\$2.809 millones en 1986, en contraste con US\$2.253 millones durante 1985. El crecimiento en los giros por importaciones no reflejó, sin embargo, un aumento en las importaciones efectivas, sino esencialmente los efectos de la eliminación a comienzos de 1986 de los plazos mínimos de giro establecidos en 1984. La financiación obligatoria de las importaciones fue utilizada durante el período de ajuste de las cuentas externas con el fin de retrasar el egreso de divisas, con lo que en la práctica se represaron los giros por importaciones. Durante 1986, para contrarrestar el efecto de los mayores reintegros por exportaciones, se decidió acelerar los giros por importaciones haciendo uso de esa acumulación de giros pendientes. Según los manifiestos de Aduanas, las importaciones efectivas fueron de US\$3.800 millones, nivel muy similar al de 1985 (US\$3.733 millones). No obstante, las importaciones diferentes de hidrocarburos crecieron un 120%, para alcanzar un total de US\$3.667 millones, como resultado de la liberación de importaciones de 1985 y 1986. Este aumento no se reflejó en el total, gracias a que la mayor producción doméstica de crudo y derivados permitió reducir simultáneamente las compras externas de petróleo.

Como un todo, el superávit comercial de la balanza cambiaria fue de US\$1.445 millones durante 1986, monto superior en un 470% al obtenido en 1985. Sin embargo, el balance de servicios y transferencias también contribuyó a la mejoría en la cuenta corriente por operaciones

cambiarías. En particular, los ingresos por servicios no financieros y transferencias se elevaron a US\$1.048 millones durante el año pasado, en comparación con US\$668 millones registrados en 1985. Dicho incremento reflejó el proceso de repatriación de capitales y de estrechamiento del mercado negro de divisas propiciados por el cambio en las expectativas, que resultó de la mejoría en las cuentas externas del país y de la recuperación del tipo de cambio real. Los demás rubros de la cuenta de servicios presentaron muy pocas variaciones en comparación con 1985 así, el déficit de servicios financieros se mantuvo en niveles cercanos a los US\$1.060 millones, en tanto que las operaciones asociadas al sector energético registraron un superávit de US\$116 millones. En suma, el déficit de servicios y transferencias cambiarias se redujo de US\$480 millones en 1985 a US\$511 millones en 1986. Como ya se mencionó, este mejoramiento no se aprecia en los estimativos disponibles de la balanza de pagos, según los cuales las mayores transferencias debieron destinarse a cubrir el mayor valor de los egresos de servicios. Las comparaciones entre la balanza cambiaria y de pagos únicamente permiten deducir que dicho mayor valor no dio origen a mayores pagos efectivos, pero no hace posible identificar el tipo de servicios en que se presentó esta situación.

La mejoría en la cuenta corriente, tanto desde el punto de vista de la balanza de pagos como de las operaciones cambiarias, fue parcialmente contrarrestada por un deterioro de la cuenta de capitales. Según los movimientos cambiarios, la reducción fue moderada, ya que pasó de un saldo

de US\$302 millones en 1985 a uno de US\$214 millones un año más tarde. En este resultado se combinaron dos tendencias opuestas. De un lado, los mayores desembolsos netos de créditos destinados al sector público y, de otro, la contracción en los recursos originados en inversión directa y en créditos netos al sector privado. Sin embargo, desde un punto de vista de balanza de pagos, el deterioro de la cuenta de capitales fue notoriamente más acentuado, toda vez que el superávit cayó de US\$1.850 millones en 1985 a US\$1.092 millones en 1986. La discriminación de estas operaciones permite establecer que el origen de este comportamiento fue, en esencia, el mayor ritmo de cancelaciones de créditos de corto plazo del sector oficial. Ellos incluyen el pago de deuda del Fondo Nacional del Café, ya mencionado y algunas otras operaciones de las entidades descentralizadas que no dieron origen a movimientos cambiarios.

El efecto final de los superávit que registraron las cuentas corrientes y de capital fue ampliamente favorable al país. Así, si se considera el resultado de las operaciones cambiarias, se tiene un aumento de US\$ 1.198 millones en el saldo de las reservas brutas a disposición del Banco de la República. El indicador análogo para las operaciones de balanza de pagos son las reservas netas, cuyo aumento fue aún mayor (US\$1.446 millones), debido a la disminución que se logró en los pasivos externos del Banco de la República.

III. SITUACION CAFETERA

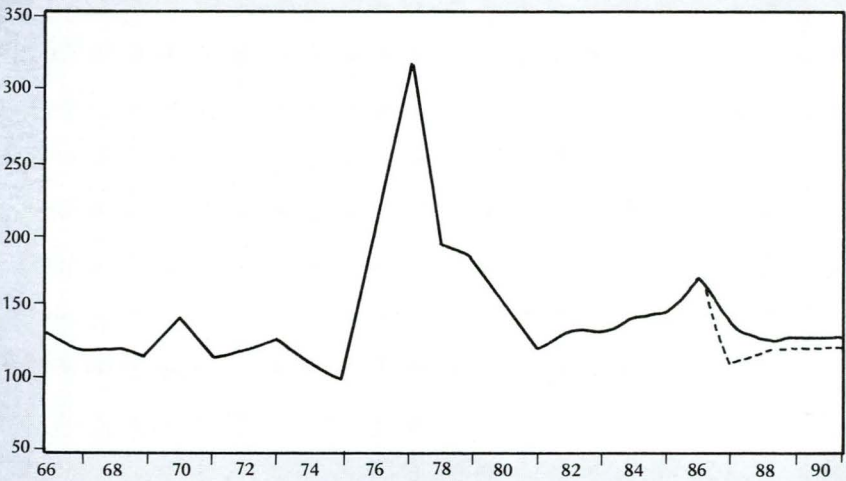
A. Evolución del precio internacional

Durante 1986, la cotización del café en el mercado internacional se

elevó considerablemente como efecto anticipado de la sequía que afectará la cosecha brasileña durante el año cafetero 1986/87. De esta manera, el precio internacional se ubicó en términos reales en un nivel muy elevado, según los patrones históricos de los últimos veinte años (Gráfico II-1).

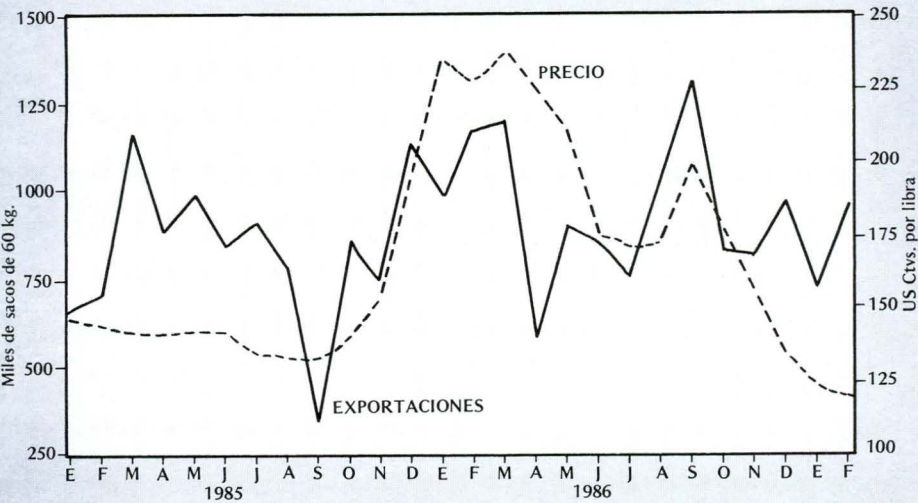
Sin embargo, las cotizaciones del grano registraron fuertes fluctuaciones a lo largo de 1986 (Gráfico II-2). En particular, los precios tuvieron una fase ascendente entre octubre de 1985 y enero de 1986, cuando comenzaron a anticiparse los efectos de la menor producción brasileña. Durante este lapso, la tendencia al alza no logró atenuarse con la ampliación de la cuota global de exportación; antes bien, al persistir un nivel alto en las cotizaciones, el mercado entró a funcionar libremente a mediados de febrero de 1986, cuando se suspendieron las cuotas de exportación. En respuesta, los países productores incrementaron rápidamente los volúmenes vendidos, lo que se reflejó inmediatamente sobre los precios internacionales, que cayeron continuamente entre los meses de marzo y julio. Como resultado, la mayor parte de la elevación de los precios de comienzos de año se erosionó durante esos meses. En estas circunstancias, los países productores trataron de revertir la tendencia descendente moderando el volumen de ventas y coordinando la comercialización del grano en el mercado internacional. Sin embargo, dichos esfuerzos totalmente ineficaces, ya que para ese entonces la industria torrefactora de los países consumidores había acumulado grandes inventarios y, además, las fuerzas especulativas en los mercados internacionales comenzaron a antici-

GRAFICO II-1
PRECIOS INTERNACIONALES DEL CAFE
(Centavos de dólar de 1985/lb.)



Fuente: Banco Mundial.

GRAFICO II-2
EXPORTACIONES DE CAFE Y PRECIO INTERNACIONAL



Fuente: Federación Nacional de Cafeteros.

par una caída aún mayor en las cotizaciones ante las expectativas de una gran recuperación en la cosecha brasileña del siguiente año cafetero. De esta manera, con excepción de un fugaz repunte durante el mes de septiembre, los precios internacionales cayeron a un ritmo acelerado durante los últimos meses del año. En diciembre último su nivel apenas era comparable en dólares nominales con el registrado en los meses previos a la corta bonanza; en términos reales se encontraba ya sustancialmente por debajo de ese punto, debido a la pérdida del valor del dólar frente al conjunto de las monedas de los países desarrollados.

Durante los primeros meses del presente año el mercado continuó deteriorándose, de forma que en febrero la cotización promedio se ubicó por debajo del límite inferior de la franja dentro de la cual se deben mover los precios cuando opera el mecanismo de cuotas. En estas circunstancias, los países productores buscaron reintroducir rápidamente dicho mecanismo. Infortunadamente, la falta de un acuerdo previo alrededor de la distribución de la cuota global permitió a los países consumidores, encabezados por los Estados Unidos, obstaculizar las negociaciones e impedir el restablecimiento del orden en el mercado internacional.

B. Comportamiento de las exportaciones colombianas

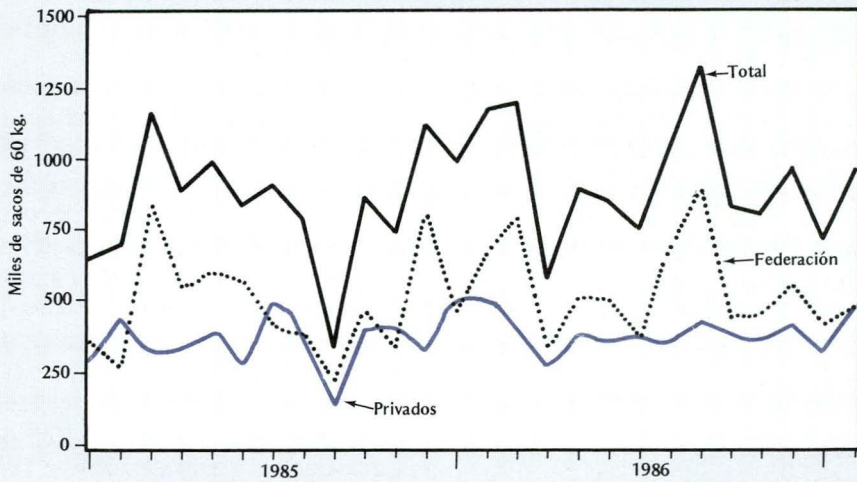
La factura por exportaciones de café se elevó considerablemente durante 1986 como resultado del incremento en el precio internacional y del mayor volumen vendido. En efec-

to, el aumento del 320% en el precio promedio del café "otros suaves" entre 1986 y 1985, fue reforzado con un incremento del 140% en las cantidades exportadas, que ascendieron a 11.380 miles de sacos de 60 kilogramos, alcanzando el mayor nivel en la historia cafetera reciente.

La evolución mensual del volumen exportado mostró grandes variaciones durante el año, atribuibles en su mayor parte al comportamiento de las ventas de Fedecafé. Por su parte, las ventas de los exportadores privados tuvieron una gran estabilidad y representaron, al igual que en 1985, un 420% de las ventas totales (Gráfico II-3). De esta manera, estas últimas no reflejaron las fuertes oscilaciones en el margen bruto en las actividades de exportación de los agentes privados. Dicho margen, que se calcula como la diferencia entre el precio por libra de los cafés "otros suaves" más US\$2, y el precio de reintegro, tomó durante la mayor parte del año valores negativos que promediaron los US\$16 por libra. Sin embargo, esta situación se compensó con el uso del sistema del diferencial, que reconoció a los tostadores divergencias en el precio de venta de hasta 15 centavos de dólar por libra (Gráfico II-4). Cabe preguntarse, sin embargo, cuáles fueron los factores que determinaron las fluctuaciones en los embarques de grano por parte de Fedecafé. Cuando se compara la serie de precios con la de volúmenes exportados se encuentra un paralelo que parece sugerir que la política de comercialización de esta entidad trató de regular las ventas para moderar las grandes fluctuaciones ascendentes y descendentes de los precios. No obstante, los resultados de esta estrategia fueron poco satisfactorios como

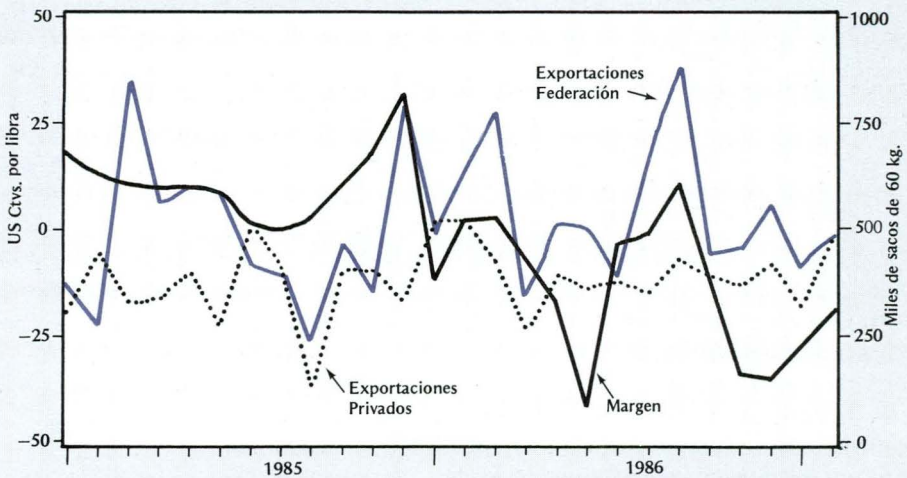
GRAFICO II-3

EXPORTACIONES DE CAFE POR TIPO DE EXPORTADOR



Fuente: Federación Nacional de Cafeteros.

GRAFICO II-4

MARGEN BRUTO DE EXPORTACION
Y EXPORTACIONES DE CAFE

Fuente: Federación Nacional de Cafeteros y cálculos FEDESARROLLO.

lo evidencian las variaciones de precios que de todas formas se presentaron.

C. Perspectivas

En las actuales circunstancias, las perspectivas del mercado cafetero no son muy alentadoras. Las tendencias depresivas se han mantenido desde el anuncio de la abundante cosecha brasileña del año cafetero 1987/88 y han sido reforzadas por la imposibilidad de reintroducir las cuotas de exportación, debido al enfrentamiento que se registró entre Estados Unidos y Brasil. Así las cosas, el mercado continúa regido por el libre juego de las fuerzas de oferta y demanda, aun cuando las cotizaciones muestran un franco deterioro. Sin embargo, no es evidente que el mercado se encuentre condenado a un mayor decaimiento durante el presente año. En particular, según estadísticas de la OIC, los inventarios en los países productores ascendieron al inicio del año cafetero 1986/87 a 42.4 millones de sacos, monto que no sólo es el menor registrado durante los últimos seis años, sino que además se ubica muy por debajo de los volúmenes acumulados durante los 15 años previos a la bonanza cafetera de 1975-1979 (Cuadro II-4). De otra parte, las existencias representan en la actualidad un 62.3% de las exportaciones mundiales, proporción que en términos históricos no resulta de ninguna manera exagerada y que, antes bien, es muy inferior a la registrada durante el período 1960-1975, y durante los últimos cuatro años. Más aún, la evolución de este indicador durante los próximos años dependerá de la magnitud de la cosecha brasileña, de las perspectivas de reducción en los inventarios y del comportamiento del

consumo mundial. Según estimativos del Banco Mundial, de estabilizarse la producción brasileña en torno a 25 millones de sacos, al finalizar la presente década los inventarios se situarían alrededor de los 38 millones de sacos, equivalentes a sólo el 50% de las exportaciones en ese año. En estas condiciones, no existirían condiciones objetivas para una caída aún mayor de los precios y, antes bien, podría esperarse una recuperación de los mismos. No obstante, de continuar el pesimismo que actualmente prima en el mercado internacional, las cotizaciones internacionales podrían mantenerse en los niveles *reales* más bajos de los años ochenta. Según se aprecia en el Gráfico II-1, el precio real medido en dólares de 1985 caería drásticamente entre 1986 y 1987, no sólo por el efecto de los menores precios nominales sino también como resultado de la devaluación del dólar. Sin embargo, si la producción brasileña supera este pronóstico, tal y como lo aseguran las autoridades norteamericanas, es posible que los precios reales se deterioren aún más. En efecto, en la actualidad el mercado parece reflejar las expectativas de una cosecha abundante en el Brasil durante el resto de la década. Si dichas expectativas se validan o, más aún, se quedan cortas frente a lo que ocurra con la producción de dicho país, es posible que el deterioro en las cotizaciones sea mayor, dado el patrón de sobre-reacción que caracteriza la formación de precios en el mercado cafetero.

IV. POLITICA COMERCIAL

A. Importaciones

Los registros de importación aprobados por el INCOMEX ascendieron

CUADRO II-4

**COMPORTAMIENTO DE LAS EXISTENCIAS INICIALES DE CAFE
EN PAISES PRODUCTORES
(Millones de sacos)**

Años	Brasil	Colombia	Total Productores	Exportaciones totales	Inventarios/ Exportaciones o/o
1955/56	2.7	0.1	11.2	38.3	29.2
1960/61	44.3	0.9	60.9	44.2	137.8
1965/66	57.1	3.5	69.7	50.2	128.8
1970/71	39.5	5.6	59.2	53.1	111.5
1975/76	28.1	2.4	49.2	56.6	86.9
1980/81	16.5	3.8	32.7	59.4	55.1
1981/82	9.3 ^a	6.3	34.5	63.7	54.2
1982/83	20.0 ^a	10.0	52.3	65.8	79.5
1983/84	13.9 ^a	11.3	51.8	70.0	74.0
1984/85	16.7 ^a	12.7	55.7	69.0	80.7
1985/86	11.1 ^a	12.3	49.0	64.2	76.3
1986/87	14.3 ^b	9.8	42.4	68.0	62.3
1987/88	—	—	33.3	71.8	46.4
1988/89	—	—	37.0	73.5	50.3
1989/90	—	—	37.8	75.2	50.3

^a Existencias en abril 1.

^b Existencias en octubre 1.

Fuente: OIC 1987/88, 1989/90 según proyección del Banco Mundial.

durante 1986 a US\$4.874 millones en comparación con US\$4.689 millones en 1985. Este ligero crecimiento (40/o) estuvo acompañado de un gran cambio en la composición de las importaciones. En efecto, aquellas destinadas a la industria se redujeron en un 5.30/o entre 1985 y 1986, mientras que las licencias aprobadas al sector comercio aumentaron en un 560/o durante el mismo período. (Cuadro II-5). Con las mayores importaciones para el comercio, las autoridades económicas buscaron compensar el mayor control relativo que afectó este sector en el período de mayor contención de las compras ex-

ternas. Sin embargo, en la actualidad la distinción entre industria y comercio no es totalmente significativa, ya que, como lo han manifestado las directivas del INCOMEX, el criterio de aprobación de licencias en la actualidad es la disponibilidad interna de los bienes más que el tipo de agente importador. A su turno la contracción en las importaciones oficiales refleja el colapso de la inversión pública y la reducción del componente importado en los proyectos estatales.

Según la forma de pago también se registraron grandes cambios en la composición de las importaciones. El

CUADRO II-5

REGISTROS DE IMPORTACIONES SEGUN CARACTER DEL IMPORTADOR
FORMA DE PAGO Y REGIMENEnero — Diciembre
(Millones de dólares, FOB)

	1984	1985	1986	Variación % 1985/84	Variación % 1986/85
I. Carácter					
a. Industria	1952.8	2699.0	2556.9	38.2	- 5.3
b. Comercio	769.1	916.0	1429.3	19.1	56.0
c. Oficial	1260.5	1073.9	888.2	-14.8	-17.3
II. Forma de pago					
a. Reembolsables	3423.9	3722.8	4586.0	8.7	23.2
b. No reembolsables	558.5	966.1	288.3	73.0	-70.2
III. Regimen					
a. Libre	841.3	695.1	2066.9	-17.4	197.4
b. Previa	3141.1	3993.8	2807.4	27.1	-29.7
IV. Total	3982.4	4688.9	4874.3	17.7	4.0

Fuente: INCOMEX.

crecimiento de las compras externas se concentró en las de carácter reembolsable, toda vez que las no reembolsables experimentaron una severa disminución como resultado de las menores adquisiciones de hidrocarburos por parte de Ecopetrol y de la disminución en el ritmo de inversiones de las compañías extranjeras asociadas en la exploración y explotación del petróleo. Debido a este comportamiento, el crecimiento global de los registros de importación no reflejó el aumento del 150% en el presupuesto total de importaciones, que se fijó en US\$345 millones mensuales para 1986. El aumento de las compras externas fue de sólo 40%, bien por debajo del mencionado 150%.

No obstante lo anterior, los efectos de la liberación de importaciones

se manifestaron plenamente durante el año pasado. En efecto, el traslado al régimen de libre de un grupo significativo de posiciones arancelarias dio lugar a un notable crecimiento de este tipo de importaciones, que se elevaron a US\$2.067 millones durante 1986, en comparación con US\$695 millones registrados en 1985. De esta forma, las importaciones libres pasaron a representar un 150% del total en 1985 a un 420% en 1986. Por su parte, las importaciones efectuadas mediante licencia previa se redujeron en un 300%, por efecto de esta reclasificación y de algunos retrasos que se presentaron en la asignación de los permisos en los primeros meses de la administración Barco.

Los efectos de la liberación acordada por el gobierno pasado con los organismos multilaterales de crédito

se aprecian con mayor claridad cuando se analiza la evolución de importaciones según uso o destino económico (Cuadro No. II-6). En particular, resulta sorprendente el notable crecimiento de las importaciones de bienes de consumo, que contrasta con la contracción de las importaciones de materias primas y bienes intermedios. Como un todo, las primeras se elevaron a US\$643 millones durante 1985, monto que supera en un 480/o el registrado durante 1985. Este crecimiento se debió en gran parte a las mayores compras de productos alimenticios, máquinas y aparatos

de uso doméstico, vehículos de transporte particular y armamento militar. El dinamismo de algunos de estos rubros pone de presente que la liberación de ciertos bienes de consumo trajo como resultado un crecimiento excesivo de las compras externas, posiblemente estimuladas por presiones especulativas y, en algunos casos, por la existencia de demandas represadas desde años atrás.

Por su parte, la contracción en las importaciones de materias primas y productos intermedios se explica, ante todo, por la reducción en las com-

CUADRO II-6
IMPORTACIONES APROBADAS SEGUN USO O DESTINO ECONOMICO
Enero – Diciembre
(Millones de dólares)

	Importaciones oficiales			Importaciones totales		
	1985	1986	Variación o/o 1986/85	1985	1986	Variación o/o 1986/85
I. Bienes de consumo	89.9	126.5	40.7	435.2	642.5	47.6
— No duradero	20.6	5.1	-75.2	235.4	328.4	39.5
— Duradero	69.3	121.4	75.2	199.9	314.0	57.1
II. Materias primas y bienes intermedios	613.6	297.2	-51.6	2646.3	2254.7	-14.8
— Combustibles	347.6	133.6	-61.6	433.2	201.4	-53.5
— Agricultura	18.0	6.5	-63.9	206.5	170.7	-17.3
— Industria	248.0	157.1	-36.7	2006.5	1882.6	- 6.2
III. Bienes de capital	359.6	452.1	25.7	1568.1	1942.6	23.9
— Construcción	69.9	10.3	-85.3	240.1	49.5	-79.4
— Agricultura	2.6	6.5	150.0	46.9	75.4	60.8
— Industria	248.8	366.3	47.2	854.8	1314.5	53.8
— Transporte	38.3	69.0	80.2	426.3	503.3	18.1
IV. Diversos (no clasificados)	10.8	13.1	21.3	39.3	34.5	-12.2
V. Total	1073.9	888.9	-17.2	4688.9	4874.2	4.0

Fuente: INCOMEX.

pras de combustibles, atribuible a la mayor producción doméstica de hidrocarburos. No obstante, las importaciones de materias primas para la agricultura y la industria reforzaron esta tendencia, al sufrir disminuciones del 17.30/o y 6.20/o respectivamente. De cualquier manera, estos resultados no son sorprendentes, pese a que la producción en el país se recuperó significativamente durante 1986. En efecto, tal y como se analizó en la pasada edición de *Coyuntura Económica*, una parte importante del crecimiento de la industria se explica por la consolidación de la sustitución de importaciones en sectores productores de bienes intermedios. Así mismo, es posible que debido a la prioridad que se otorgó a estas importaciones en los períodos de restricción, los empresarios hubieran acumulado existencias de insumos importados con las cuales enfrentaron la expansión de la actividad productiva de 1986. Tampoco debe olvidarse que las cotizaciones internacionales de productos básicos han estado en una fase descendente en los últimos años.

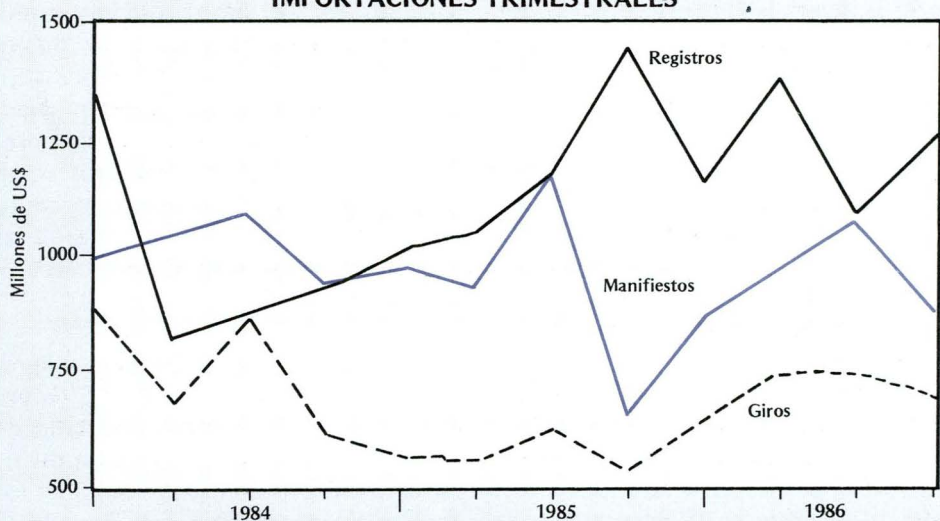
Finalmente, las importaciones aprobadas de bienes de capital durante 1986 alcanzaron un total de US\$1.943 millones, en contraste con US\$1.568 millones en 1985. Este resultado refleja el crecimiento en las importaciones de maquinaria para la agricultura (60.80/o), para la industria (53.80/o) y en menor medida para el transporte (18.10/o). En contraste, las importaciones de materiales de construcción se redujeron drásticamente (79.40/o), en virtud de la contracción en la actividad constructora en los grandes proyectos del sector minero.

El comportamiento de los diferentes grupos de importaciones de bienes para el sector oficial fue muy disímil en 1986. En primer lugar, cabe destacar que las compras externas de combustibles se contrajeron sustancialmente (61.60/o), lo que, debido a su gran importancia, influyó decisivamente en el comportamiento del total. En efecto, una vez se excluye este rubro, se advierte que las demás compras externas de carácter oficial tuvieron un crecimiento del 40/o, atribuible a las adquisiciones de bienes de capital destinados a la industria y al transporte y a los bienes de consumo no duradero, dentro de los cuales se clasifica el equipo militar, cuyo aumento fue muy apreciable. En contraste, se registraron disminuciones en las compras externas de materias primas para la agricultura y la industria y en las importaciones de bienes de consumo no duradero, en este último caso gracias a las buenas cosechas de productos alimenticios y a las mayores compras externas de granos y otros alimentos por parte del sector privado.

En el Gráfico II-5 se observa la evolución trimestral de los tres indicadores de la evolución de las importaciones de que dispone el país: los registros de INCOMEX, los manifiestos de aduanas y los giros correspondientes realizados a través del Banco de la República. Según se aprecia, estos dos últimos indicadores registraron un notable crecimiento durante los tres primeros trimestres de 1986, que se revirtió sólo parcialmente en el último trimestre. Por su parte, aunque los registros de INCOMEX no tuvieron una tendencia definida a lo largo del año, estuvieron en promedio bien por encima de los manifiestos de Aduana. Esta ten-

GRAFICO II-5

IMPORTACIONES TRIMESTRALES



Fuentes: INCOMEX, DANE y Banco de la República.

dencia, que se inició en el cuarto trimestre de 1985, sugiere que existe en la actualidad un acervo apreciable de licencias de importación aún sin utilizar, que podrían hacerse efectivas en el presente año, en respuesta al deterioro del sector externo del país, presionando indebidamente la balanza de pagos. Es posible, además, que en los próximos meses se presente también una demanda adicional de licencias de importación por similares razones que, en caso de ser satisfecha, reforzaría aún más este efecto. En estas circunstancias, sería equivocado persistir en la política de mantener inmodificado el actual presupuesto mensual de importaciones, como fue anunciado por el gobierno en el mes de febrero. La incertidumbre sobre los ingresos externos del país en los primeros meses no hacen aconsejable mantener una política de importaciones que fue diseñada para

un período de holgura relativa de divisas, como fue el año de 1986. Tal actitud llevaría a repetir la experiencia de los primeros años de la administración Betancur, cuando se mantuvo por un tiempo excesivo la política de libertad de importaciones que se traía del gobierno anterior y se puso en riesgo la estabilidad cambiaria del país, al punto de exigir la imposición de drásticos controles a las compras externas en 1984.

Para evitar la reaparición de este escenario es preciso que se limite a US\$300 millones el cupo mensual de asignación de licencias reembolsables autorizado a INCOMEX por la Junta Monetaria. Además, estas medidas deben complementarse con el inmediato restablecimiento de los plazos mínimos de giro para las importaciones de bienes de consumo y de capital que, como hemos visto, regis-

tran en la actualidad un gran dinamismo. Los plazos mínimos de giro pueden ayudar a controlar la demanda de estos dos tipos de bienes, que se ha visto favorecida por la política de liberación de importaciones de los años anteriores, y contribuir a diferir los egresos cambiarios por ese concepto. En adición a estas medidas, el gobierno debe evitar adquirir cualquier nuevo compromiso de liberación de importaciones con los organismos internacionales de crédito, ya que tal cosa limitaría su margen de acción futuro para adoptar medidas más severas de restricción de importaciones y, eventualmente, para revertir algunas de las disposiciones de liberación de los dos últimos años. Esto último puede ser necesario para lograr cumplir el presupuesto de importaciones y, al mismo tiempo, satisfacer adecuadamente las demandas de bienes intermedios, repuestos, etc., que se encuentran en régimen de previa y que corren el riesgo de ser desplazados por las compras externas que están en el régimen de libre.

B. Exportaciones menores

1. Comportamiento reciente

La recuperación de las exportaciones no tradicionales siguió su curso durante 1986, como lo pone de presente el crecimiento del 15.7% en los registros del INCOMEX. Esta variación resulta considerablemente superior a la observada en 1985 (5.8%) y evidencia el proceso de consolidación de los rubros de exportación diferentes a café y petróleo, después de un largo período (1980-1984) de disminuciones en el valor de las ventas externas de los productos no tradicionales. Sin embargo, cuando

se excluyen el carbón y el ferroníquel, se encuentra que el crecimiento de las exportaciones menores fue inferior: 11.6%. Además el crecimiento de las exportaciones menores no fue uniforme entre los distintos sectores productivos. En particular, y al igual que en 1985, los productos industriales y mineros registraron un gran dinamismo, en tanto que las exportaciones agropecuarias permanecieron virtualmente estancadas (Cuadro II-7).

El valor de las exportaciones agropecuarias se redujo en un 0.5% entre 1985 y 1986 como resultado de una disminución en los precios de los principales productos agrícolas en los mercados internacionales. Cuando se ponderan los principales nueve productos según su participación en el valor de las exportaciones en 1985, se encuentra que la reducción promedio en sus precios fue cercana al 4% entre 1986 y 1985. Esta situación se explica, entre otros factores, por un aumento en la oferta exportable de productos primarios de origen en los países en desarrollo y por la persistencia de las políticas proteccionistas que los países industrializados han mantenido a través de altos subsidios a la producción de estos bienes. Una vez se deduce el efecto depresivo de las cotizaciones internacionales, se encuentra que el *quantum* exportado de los nueve principales productos agropecuarios se elevó 5.3% en 1986, mostrando así un avance favorable del volumen de ventas externas de productos primarios.

Al analizar la evolución de los registros por productos, se encuentra que la mayor contracción relativa se presentó en el valor de las exporta-

CUADRO II-7

COMPORTAMIENTO DE LAS EXPORTACIONES MENORES
Enero – Diciembre

	Volumen (Miles de toneladas)			Valor (Millones de dólares)		
	1985	1986	1986/85 o/o	1985	1986	1986/85 o/o
I. Sector Agropecuario				570.8	567.8	-0.5
– Banano ^a	1041.1	1002.0	- 3.8	224.8	221.0	-1.7
– Flores	57.7	69.9	21.2	141.4	154.8	9.4
– Azúcar ^b	378.9	261.2	-31.1	40.5	37.1	8.4
– Algodón ^c	52.4	51.8	- 1.1	64.0	46.9	-26.7
– Tabaco negro	11.7	11.3	- 3.3	22.0	20.5	- 6.8
– Cacao en grano	2.9	2.6	-10.2	6.5	5.3	-18.4
– Mariscos	3.3	4.4	31.1	29.4	36.5	24.4
– Carne	6.4	12.1	88.5	11.4	20.2	76.2
– Hortalizas y frutas	10.7	15.9	48.7	5.5	9.1	64.5
– Otros	42.9	15.1	-62.9	25.3	16.4	-35.2
II. Sector Minero				206.3	285.7	38.5
– Carbón	3881.8	6114.9	57.5	158.4	234.5	48.0
– Platino	2	1	-50.0	14.6	7.5	-48.3
– Piedras preciosas	5	5	—	27.4	36.0	31.5
– Otros	11.3	144.7	—	5.9	7.7	30.0
III. Sector Industrial				748.4	912.3	21.9
– Alimentos y bebidas	107.6	115.7	44.8	53.1	59.6	12.3
– Hilados y tejidos	30.3	30.0	- 1.2	82.2	93.9	14.2
– Confecciones	5.7	7.4	30.9	72.0	115.0	59.7
– Maderas ^d	12.5	11.4	- 8.5	21.2	30.2	42.3
– Cuero ^d	5.9	6.7	13.4	65.3	98.2	50.4
– Artes gráficas	20.2	22.1	9.5	70.0	80.8	15.4
– Industria Química	147.8	144.7	- 2.1	158.7	181.8	14.6
– Cemento	1577.1	1627.6	3.2	46.5	43.4	- 6.7
– Ferroníquel	25.9	44.0	69.6	53.9	62.5	15.9
– Otros	53.6	103.8	93.7	125.5	146.9	17.1
IV. Total				1528.5	1765.8	15.7
V. Total sin carbón y ferroníquel				1316.2	1468.8	11.6

^a Incluye cajas de cartón corrugado.

^b Incluye azúcar crudo y caña de azúcar.

^c Incluye algodón de fibra corta y larga.

^d Incluye manufacturas.

Fuente: INCOMEX.

ciones de algodón (-26.7%), cacao (-18.4%), azúcar (-8.4%) y tabaco (-6.8%). El colapso de las exportaciones azucareras es atribuible al recorte en la cuota de importación estadounidense que obligó a reducir en un 31% las cantidades despachadas. Por su parte, el comportamiento de las exportaciones de algodón reflejó una caída del 27% en el precio internacional, mientras que reducciones simultáneas en cantidades y precios explican los resultados para el tabaco y el cacao. En contraste con los anteriores, algunos productos agropecuarios de exportación registraron cierto dinamismo. Tal es el caso de las flores, cuyo valor se incrementó en un 9.4%, pese a la caída en los precios internacionales. Asimismo, los mariscos mantuvieron las altas tasas de crecimiento observadas en 1985, con lo cual se consolidaron como el quinto renglón en importancia dentro del sector. Las exportaciones de carne y hortalizas y frutas se recuperaron durante 1986 después de su postración durante los primeros años de la presente década, en tanto que las ventas de banano —el principal producto de exportación agropecuaria después del café— se mantuvieron virtualmente estancadas.

El aumento en los registros de exportación de carbón permitió un crecimiento del 38% en las ventas de productos mineros en el exterior. Adicionalmente, las exportaciones de piedras preciosas y otros minerales de menor importancia como el plomo, los fosfatos y la brea, registraron un significativo crecimiento, que logró compensar holgadamente el menor valor de las exportaciones de platino.

Durante 1986, el valor de los registros de exportaciones manufactureras ascendió a US\$912 millones, monto que supera en un 22% el obtenido en 1985 y que constituye el más alto que se haya registrado en el país hasta el presente. El dinamismo en este grupo de exportaciones fue compartido por casi la totalidad de los sectores que lo componen y es atribuible básicamente a la recuperación de los mercados vecinos. Los rubros más dinámicos fueron, en su orden, las confecciones (con un crecimiento del 60% en el valor exportado), el cuero y sus manufacturas (50%), la madera y sus manufacturas (42%) y los productos de la industria química y editorial (15%). Por su parte, las exportaciones de ferrocarril estuvieron afectadas por la evolución de sus precios de venta. En efecto, la caída en el precio internacional implicó un crecimiento en el valor exportado de sólo el 16%, pese a que las cantidades despachadas aumentaron en un 70% durante el año.

Desde otro ángulo, es de interés observar que el crecimiento de las exportaciones menores (sin carbón) se concentró en aquellos productos que operan bajo el sistema de "Plan Vallejo". En efecto, este tipo de exportaciones se elevó el año anterior a US\$904 millones, monto que equivale al 62% del total y que representa un aumento del 18% frente al observado en 1985. Por su parte, los productos diferentes de "Plan Vallejo" tuvieron un crecimiento más moderado, del 5%.

Cuando se analiza la evolución de las exportaciones menores por países de destino (Cuadro III-8) resulta sorprendente la recuperación del merca-

CUADRO II-8

EVOLUCION DE LAS EXPORTACIONES MENORES SIN CARBON
POR MERCADOS DE DESTINOEnero – Diciembre
(Millones de dólares)

	1980	1984	1985	1986	Variación % 1986/85
Estados Unidos	445.6	503.4	540.9	577.5	6.8
Japón	57.9	42.5	42.2	53.5	26.8
Canadá	11.1	9.5	10.6	13.4	12.6
Europa	368.1	283.7	302.2	270.1	-10.6
– Alemania Federal	62.7	35.7	54.9	57.2	4.2
– Francia	49.4	35.6	36.7	37.3	1.6
– España	25.8	13.7	11.1	24.3	118.9
– Holanda	54.1	51.9	47.3	47.6	0.6
– Italia	27.9	40.5	39.0	19.4	-50.3
– Reino Unido	38.0	22.5	19.0	16.4	-13.7
– Otros	110.2	83.8	94.2	67.9	-27.9
América Latina	649.9	350.4	341.7	585.8	71.4
Grupo Andino	386.2	190.7	238.7	341.2	42.9
– Venezuela	277.5	109.9	141.3	181.0	28.1
– Ecuador	77.3	51.8	63.9	67.8	6.1
– Perú	29.2	27.4	32.7	90.0	178.0
– Bolivia	2.1	1.6	0.8	1.5	87.5
Resto Aladi	104.8	37.3	35.4	64.4	81.9
– Brasil	9.0	3.2	3.0	8.3	177.0
– Chile	63.4	18.8	22.1	33.7	52.5
– México	16.4	3.4	4.7	8.6	83.0
– Argentina	14.0	11.4	5.4	13.4	148.1
– Otros	2.0	0.2	0.2	0.4	100.0
Centroamérica y Antillas	159.7	122.4	67.6	180.2	166.6
Resto de países	23.0	7.8	29.7	29.8	0.3
Total	1555.5	1197.3	1267.3	1530.1	20.7

Fuente: INCOMEX.

do latinoamericano durante 1986, pese a que la devaluación real del peso fue moderada frente a este conjunto de países. En efecto, después de una continua contracción durante la presente década, las exportaciones

no tradicionales a los países de América Latina se elevaron en 1986 a US\$586 millones, monto aún inferior al registrado en 1980 (US\$650 millones) pero que supera en un 71% al observado en 1985. En la

configuración de este resultado contribuyó significativamente el dinamismo de los mercados peruano y venezolano, permitiendo un crecimiento del 430/o en las exportaciones con destino al Grupo Andino.

Así mismo, las exportaciones menores a Brasil, Chile, México y Argentina crecieron aceleradamente, con lo que se alcanzaron registros similares a los de 1980 (excepto Chile). Con todo, el mercado más dinámico en la región fue el de América Central y el Caribe, países a los cuales se vendieron US\$180 millones, en comparación con US\$68 millones en 1985. En contraste, las exportaciones menores a Europa sufrieron una contracción del 110/o, pese a la magnitud de la devaluación real del peso frente a estos países. La disminución de las ventas al viejo continente es atribuible al estancamiento en el comercio de exportación con Francia, Alemania y Holanda, y al colapso de las importaciones de productos colombianos en Italia y el Reino Unido. A diferencia de lo ocurrido en los mercados europeos, las exportaciones menores con destino a los Estados Unidos, Canadá y Japón presentaron un moderado crecimiento. En el primer caso las ventas se elevaron en 1986 a US\$578 millones, un 6.80/o más de lo registrado en 1985, con lo que se consolidó la importancia de los Estados Unidos como principal mercado para los productos de exportación no tradicionales. Las compras de productos colombianos en el Japón han ido creciendo en los últimos años, aunque todavía son inferiores no sólo a las observadas en 1980, sino también al potencial que este mercado ofrece para nuestro país.

2. Perspectivas y política de exportaciones menores

Las perspectivas de crecimiento en las exportaciones menores durante los próximos años son alentadoras, ya que como resultado de la depreciación real de la moneda colombiana, la recuperación de las economías vecinas y la reactivación del comercio internacional, se presentarán las condiciones para un crecimiento sostenido en las ventas de productos colombianos al exterior. En efecto, durante los dos primeros meses de 1987 las exportaciones no tradicionales crecieron en un 220/o frente a igual período en 1986. Dentro de estas, las exportaciones manufactureras crecieron en un 330/o, en tanto que los registros de exportaciones agropecuarias se incrementaron en un 18.70/o, revirtiéndose así el estancamiento de estos rubros en 1986. De mantenerse estas tendencias, podría lograrse el objetivo de crecimiento del 150/o que el gobierno se ha propuesto para las exportaciones menores (sin carbón) durante el presente año.

Es improbable que el manejo de los incentivos a las exportaciones menores tenga algún papel de importancia frente a este reto. La ambigüedad de criterios en la asignación de subsidios ha seguido siendo la norma en la presente administración, en particular en cuanto hace al CERT, según veremos en seguida. Además, aunque se aumentó en un punto el coeficiente del impuesto CIF sobre las importaciones destinado a PROEXPO, al mismo tiempo se hizo cargo a esta entidad de cubrir la totalidad del costo del CERT. Si bien esta medida es justificable porque facilita el manejo del conjunto de instrumentos de promoción en una sola

entidad, su eficacia en último término dependerá de la capacidad técnica y administrativa de asignación y manejo de los recursos de PROEX-PO, sobre lo cual las experiencias pasadas y recientes dejan mucho que desear.

Los niveles porcentuales del CERT fueron modificados en enero pasado mediante el Decreto 107. De acuerdo con el Programa Macroeconómico aprobado por el CONPES, "con la reciente reestructuración del CERT se redujo la dispersión, haciéndolo más selectivo y privilegiando productos con mayor potencial de ser exportados, sin modificar el nivel promedio"³. En la práctica, sin embargo, la aplicación de estos lineamientos no implicó cambios de importancia en la estructura de los porcentajes ni condujo a dar mayor claridad a la política de subsidios. Así, la dispersión se redujo sólo en forma moderada, al bajar el nivel máximo del CERT del 140/o al 120/o. Sin embargo, se mantuvieron los niveles previamente existentes de 9 y 50/o y se creó además una tasa del 30/o. En relación con la selectividad, los avances también fueron modestos, ya que por regla general, los niveles de CERT se redujeron unos dos puntos para la mayoría de los productos. Las únicas reducciones sustanciales para productos de alguna importancia se dieron en los casos de arroz, confitería, tabaco (excepto rubio), algodón e hilados de algodón, papel, algunas pocas manufacturas de la industria editorial y molinillos de café. En contraste, los productos a los cuales se les concedieron mayores subsidios fueron muy pocos y de reducida importan-

cía (excepto algunas líneas de vestuario). Así las cosas, los productos que en realidad fueron privilegiados en términos relativos fueron aquellos a los que se les mantuvo inmodificado el CERT que tenían anteriormente. Los más importantes entre ellos fueron las flores exportadas a países distintos de Estados Unidos, los azúcares y melazas, el cacao y sus preparados, los cueros procesados, los carbones coquizables, la mayoría de los productos de la industria química, algunos textiles y unas pocas manufacturas de menor significación.

Infortunadamente, no fueron dados a conocer los criterios específicos con los cuales se efectuaron estas modificaciones, ni se garantizó a los exportadores que los niveles establecidos se conservarán en el futuro en forma estable. Por consiguiente se mantuvieron estas dos fuentes de ineficiencia en este instrumento de promoción. En síntesis, puede decirse que, en contra de lo que había anunciado, el nuevo gobierno no introdujo ninguna reforma de importancia al manejo del CERT, ni eliminó los factores de incertidumbre que le fueron introducidos durante la administración anterior.

V. POLÍTICA DE FINANCIAMIENTO EXTERNO

A. Requerimientos de la cuenta corriente

Después de registrar un superávit de US\$529 millones de dólares durante 1986, la cuenta corriente de la balanza de pagos se tornará deficitaria durante el resto de la presente década. Este hecho impone restricciones al financiamiento externo, ya

³ Documento DNP-2302-UPG, febrero 4 de 1987.

que si se quiere evitar la pérdida de reservas las autoridades deberán conseguir recursos suficientes para cubrir el desequilibrio en la cuenta corriente y la significativa amortización programada de los empréstitos recibidos por el país en los últimos años.

El déficit en la cuenta corriente se elevará a unos US\$800 millones durante 1987, como resultado de la caída en el valor de las exportaciones de café, cuyo monto se ha estimado en US\$1.450 millones durante el presente año, en comparación con US\$2.793 registrados en 1986 (Cuadro III-9). Sin embargo, otros rubros de exportación, en particular los hidrocarburos, tendrán un dinamismo capaz de contrarrestar parcialmente las menores exportaciones de grano. Por su parte, se espera un crecimiento moderado en las importaciones efectivas como reflejo del incremento moderado en los registros aprobados durante 1986 y de las nuevas medidas que deberán tomarse para controlar las compras externas. Como un todo, el superávit comercial se reducirá aproximadamente en un 50% entre 1986 y 1987, cuando ascenderá a unos US\$900 millones. Adicionalmente, los egresos por servicios financieros se elevarán por encima de los US\$1.800 millones, en comparación con US\$1.618 millones que se destinaron al pago de intereses, utilidades y dividendos durante 1986. Finalmente, la incertidumbre que prevalece en torno a la situación del sector externo impedirá que los resultados de la cuenta de servicios no financieros sean tan positivos en 1987 como en el año anterior. De esta manera, se tendrá el déficit en cuenta corriente ya citado, de unos US\$800 millones, que implicará un aumento

idéntico de las obligaciones netas de capital del país con el exterior. Sin embargo, puesto que la inversión externa directa producirá recursos al país equivalentes a unos US\$400 millones en 1987, la *deuda externa neta* de carácter propiamente financiero sólo se elevará en los US\$400 millones restantes. Según se observa en el mismo Cuadro III-9, ello implicará que el *saldo* de dicha deuda externa neta se elevará de US\$9.336 millones estimados en 1986 a unos US\$9.769 millones al finalizar 1987. En relación con las exportaciones de bienes (incluyendo oro), estos saldos equivalen a 1.7 y 2.0 veces dichas exportaciones, lo cual indica que si bien habrá un deterioro en el presente año, los niveles globales de endeudamiento neto aún se mantendrán dentro de un margen que convencionalmente se considera manejable (2.0).

Para los últimos tres años de la década la proyección que se presenta en el Cuadro II-9 estima desequilibrios en la cuenta corriente del orden de US\$600 millones en 1988, y US\$800 millones en 1989 y 1990, pese a que como un todo el superávit comercial irá incrementándose hasta 1989 como resultado de la maduración de las inversiones en petróleo y carbón y la expansión del 90% anual de las exportaciones menores frente al crecimiento sostenido del 80% anual en las importaciones totales entre 1988 y 1990. Entre tanto, sin embargo, la cuenta de servicios y transferencias continuará deteriorándose en virtud del incremento en el pago de intereses atribuible al aumento en el saldo de la deuda, y debido a los mayores egresos netos por servicios no financieros. De esta manera, la deuda neta se incrementará continuamente entre 1988 y

CUADRO II-9

BALANZA DE PAGOS 1985-1990
(Millones de dólares)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
I. Balance en Cuenta Corriente	-1220	529	-833	-593	-837	-783
A. Balanza comercial	149	1838	939	1345	1473	1332
1. Exportaciones	3538	5185	4567	5295	5771	6053
a. Café	1712	2973	1450	1565	1736	1803
b. Hidrocarburos	410	604	1281	1703	1730	1730
c. Carbón	121	212	279	374	463	518
d. Ferroníquel	58	70	90	54	99	102
e. Otros	1217	1326	1467	1599	1743	1900
2. Compras de oro	365	453	400	400	400	400
3. Importaciones FOB	3733	3800	4028	4350	4698	5121
a. Combustibles	459	133	130	135	142	156
b. Otros	3274	3667	3898	4215	4556	4965
B. Servicios no financieros y transferencias (neto)	- 15	- 143	- 40	-128	-313	-350
C. Servicios financieros (neto)	-1354	-1452	-1732	-1810	-1997	-1765
a. Ingresosa						
a. Ingresos ^a	96	186	131	174	174	174
b. Egresos ^a	1450	1618	1863	1984	2171	1939
II. Deuda neta ^b	10554	9336 ^c	9769 ^c	10112 ^c	10699 ^c	11232 ^c
III. Deuda Neta/Exportaciones ^d	2.7	1.7	2.0	1.8	1.7	1.7

^a Incluye intereses, utilidades y dividendos.

^b Deuda externa total menos reservas internacionales.

^c Deuda neta año anterior más déficit en cuenta corriente menos inversión extranjera directa

^d Incluye compras de oro.

Fuente: 1985-1986 Banco de la República y Planeación Nacional.

1987-1990 FEDESARROLLO.

1990, año este en el que se estima ascenderá a unos US\$11.200 millones. Aún así, el crecimiento en esta última variable será inferior al que registren las exportaciones, razón por la cual el tamaño de la deuda neta en términos de las exportaciones disminuirá al finalizar la década a un nivel similar al observado en 1986.

B. Amortizaciones de deuda externa

En lo que resta de la década los requerimientos brutos de financiación en el exterior se verán aumentados

no sólo por los desequilibrios en la cuenta corriente sino también por los vencimientos de la deuda externa. En efecto, la amortización de la deuda externa estará muy concentrada en los próximos años, como resultado de los términos en los que fue contratado el grueso del endeudamiento externo durante la presente década. Como ha sido analizado en repetidas ediciones de *Coyuntura Económica*, en la composición de la deuda externa colombiana ha ido ganando participación el sector público, que actualmente posee un 75% de las obli-

gaciones externas. Dentro de él, las empresas descentralizadas del nivel nacional registran el mayor dinamismo en la adquisición de pasivos en el exterior. Más aún, las empresas descentralizadas del sector eléctrico y minero son las más endeudadas en moneda extranjera. Paralelamente, se ha dado un cambio en la exposición en el país de las diferentes entidades prestamistas. En particular, la banca comercial ha tendido a perder importancia frente a los organismos internacionales de crédito, excepto en 1986 en razón de la utilización de los recursos del crédito Jumbo. Sin embargo, esta tendencia no ha dado lugar, como sería de esperarse, a un mejoramiento en las condiciones promedio de contratación. Antes bien, se han acortado los períodos de gra-

cia y se han estrechado los plazos de amortizaciones, incidiendo desfavorablemente sobre las perspectivas de la cuenta de capitales para los próximos años. En el Cuadro II-10 se presenta una proyección de la estructura de vencimientos de la deuda externa vigente a diciembre pasado. Según esta proyección —que subestima las amortizaciones futuras al no considerar el aumento en el saldo de la deuda durante los próximos años— el país deberá hacer amortizaciones por US\$1.337 millones en 1987, US\$1.536 millones en 1988 y cerca de US\$1.730 millones en 1989 y 1990.

Dada la estructura de la deuda, la mayor parte de dichas amortizaciones corresponderán a la deuda públi-

CUADRO II-10
PROYECCION DE LOS VENCIMIENTOS DE LA DEUDA EXTERNA
VIGENTE EN DICIEMBRE DE 1986
(Millones de dólares)

	1986 ^c	1987	1988	1989	1990
I. Total deuda pública	943	1167	1366	1487	1492
a. Organismos multilaterales	289	307	339	405	494
b. Entidades bilaterales	118	172	180	197	185
c. Banco comercial	422	593	766	812	751
d. Proveedores	108	91	81	72	62
e. Bonos	6	43	1	1	—
II. Total deuda privada	70	170	170	241	241
a. Sin reestructurar ^a	70	170	170	170	170
b. Reestructurada por Resolución 33 ^b	—	—	—	71	71
III. Total vencimientos	1013	1337	1536	1728	1733

^a Para el período 1987-1990 se supone una amortización anual igual al 10,50% de la deuda privada *directa* vigente a finales de 1986 y no reestructurada.

^b Para el monto reestructurado (US\$572 millones) se supone que los vencimientos se distribuyen equitativamente por un período de 8 años a partir de 1989.

^c Estimativos.

Fuente: Cálculos de FEDESARROLLO sobre estadísticas del Banco de la República.

ca y, particularmente, a la contratada con la banca comercial. A estos últimos prestamistas, habrá necesidad de repagar US\$593 millones en 1987 y US\$776 millones en promedio entre 1988 y 1990, que incluyen el inicio de la amortización del crédito "Jumbo" por US\$957 millones desembolsados el año pasado. Según los términos en que fue contratado este crédito sindicado con la banca comercial, deberá pagarse en un 20% de su valor en 1988, 80% en 1989, 200% anualmente entre 1990 y 1993 y el 100% final en 1994. Por su parte los vencimientos con la banca multilateral se elevarán en 1989 y 1990 como resultado de la maduración de los créditos que otorgó el Banco Mundial durante el período de ajuste de las cuentas externas del país. Finalmente, la amortización de la deuda privada se elevará al término de la década, cuando se venza el período de gracia exigido en la reestructuración a través de los mecanismos de la Resolución 33 de 1984 de la Junta Monetaria. Sin embargo, los vencimientos de la deuda privada externa serán moderados (US\$241 millones anuales al finalizar la década), ya que sólo se ha incluido la contratada directamente, no aquella otorgada por el sistema financiero nacional, que opera en la práctica sobre una base rotatoria de un monto de fondos que se supone constante.

C. Desembolsos de crédito externo hasta 1990

El gobierno presentó recientemente una proyección del endeudamiento público durante los próximos cuatro años, en la cual se discrimina el total de desembolsos esperados según prestatarios, prestamistas y sectores económicos de destino. Según esta

proyección (Cuadro II-11), los desembolsos se elevarán a US\$1.886 millones anuales en promedio entre 1987 y 1989, pero disminuirán a US\$1.220 millones en 1990. El total de recursos que se obtendrán entre 1987 y 1990 se destinará en un 49% a las entidades descentralizadas del orden nacional, un 28% a los municipios y un 16% al Gobierno Nacional. Asimismo, un 43% de los recursos será aportado por el Banco Mundial, un 25% por el BID y un 16% por organismos bilaterales. Por su parte, la exposición de la banca comercial se reducirá notablemente, ya que su participación en los desembolsos adicionales será sólo del 8%.

La mayor parte de estos recursos se destinará a financiar al sector eléctrico y minero donde se encuentran en marcha varios proyectos de inversión que han generado grandes déficit, especialmente en el sector hidroeléctrico. La infraestructura de transportes y comunicaciones se beneficiará con un 19% de los desembolsos a realizarse. Entre tanto, la agricultura y los acueductos y el desarrollo regional recibirán cada uno montos cercanos a los US\$770 millones durante los próximos cuatro años. Resulta sorprendente, sin embargo, que la educación y la salud sólo reciban un 3.2% de los desembolsos proyectados para el resto de la década, máxime cuando el gobierno ha resaltado la importancia de estos frentes de gasto en la estrategia de lucha contra la pobreza absoluta.

D. Requerimientos de financiamiento externo e implicaciones de política

En el Cuadro II-12 se presenta una estimación simplificada de los re-

CUADRO II-11
PROYECCION DEL ENDEUDAMIENTO PUBLICO, 1987-1990
(Millones de dólares)

	1987	1988	1989	1990	Total 1987-90	Participa- ción en el Total
TOTAL DESEMBOLSOS	1851	1978	1829	1220	6878	100.0
I Prestatarios						
— Gobierno Nacional	565	344	187	35	1131	16.4
— Entidades descentrali- zadas nacionales	626	990	1014	731	3361	48.9
— Departamentos ^a	39	12	10	10	72	1.0
— Municipios ^a	520	546	493	383	1942	28.2
— Banco de la República	101	86	125	60	373	5.4
II Prestamistas						
— BID	282	467	387	392	1728	25.1
— Banco Mundial	664	239	843	621	2967	43.1
— Gobiernos extranjeros	392	322	224	150	1088	15.8
— Banca Comercial	298	127	84	36	545	7.9
— Proveedores	216	226	92	21	550	8.0
III. Por sectores						
— Eléctrico y Minero	637	900	866	630	3034	44.0
— Transporte y Comu- nicaciones	370	381	335	219	1305	19.0
— Agricultura	258	153	203	135	748	10.9
— Acueductos y Desarrollo Regional	130	236	251	203	819	11.9
— Salud y Educación	73	69	59	18	219	3.2
— Industria	53	57	50	15	175	2.5
— Otros ^b	331	182	66	0	577	8.4

^a Incluye las entidades descentralizadas del respectivo orden.

^b Incluye defensa y programas generales.

Fuente: Contraloría General de la República y Planeación Nacional.

querimientos de financiamiento para el presente cuatrienio y de las posibles fuentes con que serán cubiertos. Como allí se observa, el total de requerimientos se situará alrededor de los US\$2.100 millones en los dos primeros años, y se elevará luego a US\$2.500 millones. De este total, sólo puede aspirarse a cubrir una proporción relativamente modesta con recursos de capital privado, incluyen-

do en ellos la inversión extranjera directa y los ingresos brutos de financiamiento de largo plazo contratado directamente por las empresas no financieras del sector privado. Como es sabido, la principal motivación de la inversión directa en los últimos años fueron los grandes proyectos del sector energético. En ausencia de nuevos programas de esta magnitud, es de esperarse una disminución en la

CUADRO II-12
REQUERIMIENTOS DE FINANCIAMIENTO EXTERNO
 (Millones de dólares)

	1987	1988	1989	1990
I Déficit en cuenta corriente	833	593	837	783
II Vencimientos deuda externa	1337	1536	1728	1733
Total requerimientos	2170	2129	2565	2516
(Menos) capital privado bruto ^a	400	300	300	300
(Menos) desembolsos programados	1851	1978	1829	1220
Faltante (sobrante)	(81)	(149)	436	996

^a Incluye inversión extranjera directa e ingresos brutos de capital privado directo a largo plazo.
 Fuente: Cálculos de FEDESARROLLO.

inversión de riesgo de origen externo. En relación con el financiamiento directo de largo plazo para el sector privado tampoco cabe mucho optimismo, en vista de la pérdida de atractivo de este tipo de recursos y de la reticencia actual de la banca comercial externa en este campo. Así las cosas, la principal fuente de financiamiento de largo plazo serán, por fuerza, los desembolsos de créditos para el sector público. En el Cuadro II-12 se observa cuál sería la situación global de financiamiento externo si el gobierno lograra cumplir a cabalidad con la programación de desembolsos presentada en la sección anterior. Con estos supuestos, en los años de 1987 y 1988 no se tendrían faltantes de recursos financieros de largo plazo. Sin embargo, para 1989 y 1990, los empréstitos que esperar recibir las autoridades no bastarían para cubrir las necesidades de fi-

nanciamiento, configurándose un faltante de US\$436 millones en 1989 y US\$996 millones en 1990. Este ejercicio pone así de presente que es necesario revisar las metas de desembolsos para los próximos años, con el fin de llegar a cubrir totalmente los faltantes previstos. Ello implica proponerse metas más ambiciosas, no sólo para los años de 1989 y 1990, sino para todo el cuatrienio pues, como la experiencia enseña, los programas de desembolsos no suelen cumplirse a cabalidad y, además, en su ejecución se presentan normalmente retrasos de alguna importancia.

Es importante señalar, sin embargo, que el ejercicio anterior descansa en dos supuestos fundamentales desde el punto de vista del manejo de la política económica actual. De un lado, supone que las importaciones registran un crecimiento moderado,

especialmente en 1987 (60/o), de forma que es posible consolidar un superávit importante de operaciones comerciales externas. De otro, que no se presenta ninguna necesidad de financiamiento externo adicional para cubrir salidas de capital públicas o privadas de corto plazo o para elevar el saldo actual de las reservas internacionales a disposición del país. Ambos supuestos son cruciales para adelantar una política sana de financiamiento externo en la actualidad. En la práctica implican que el gobierno no puede estar dispuesto a negociar nuevas liberaciones de importaciones con el objeto de conseguir recursos de crédito externo, por un lado, y que deben reforzarse las medidas para controlar las operaciones cambiarias que puedan dar lugar a salidas de capitales, por otro. A este último respecto, debe hacerse énfasis en la necesidad de continuar controlando las operaciones externas de algunas importantes entidades públicas, en particular el Fondo Nacional del Café, Ecopetrol y Carbocol y de todas aquellas otras entidades que gozan de regímenes cambiarios especiales y que por su tamaño tienen una gran incidencia en las operaciones externas del país. Finalmente, conviene señalar la conveniencia de las medidas que, como la Resolución No. 3 de 1987 de la Junta Monetaria, exigen a las empresas extranjeras del sector petrolero el reintegro de las divisas por la exportación del crudo, ya que tal cosa apunta en la misma dirección de reducir las salidas de capitales.

En los últimos meses se ha generalizado la idea de que el gobierno debe propender por una renegociación global de la deuda externa. Las proyecciones presentadas arriba no sus-

tentan esta posición, puesto que las metas de consecución de nuevos recursos que ellas implican son viables en la actualidad. Es preciso tener presente que las ventajas que conlleva la búsqueda explícita de recursos tienen menores costos financieros y condicionamientos de política que la alternativa de la reestructuración global. Esta última sólo puede lograrse mediante un complejo proceso de negociaciones en el que, por necesidad, deben intervenir los organismos internacionales de crédito y un sinnúmero de bancos y otras entidades financieras. La experiencia reciente de negociación del crédito Jumbo muestra cuáles son las implicaciones prácticas de ese proceso. Lo anterior no quiere decir, sin embargo, que deba descartarse la posibilidad de realizar reestructuraciones *selectivas* de algunas deudas del sector público. Como ha sido observado por varios analistas desde hace algún tiempo, es conveniente que se diseñe un mecanismo de reestructuración de deudas del sector público semejante al establecido por la Resolución 33 de 1984 para el sector privado. La experiencia adquirida en esta materia puede facilitar enormemente los procesos de reestructuración individual entre las entidades públicas y los acreedores externos, libre de condicionalidades macroeconómicas y a un costo financiero muy inferior que en el caso de la reestructuración global.

En síntesis, puede afirmarse que la política de financiamiento externo constituye un elemento clave para el diseño de una política económica coherente en el mediano plazo. En las circunstancias actuales, tal política debe dirigirse a asegurar los recursos de crédito externo ya proyectados por el gobierno para lo que resta de

la década, a obtener recursos adicionales para 1989 y 1990, especialmente de parte de la banca comercial, y a evitar las pérdidas de financiamiento que puedan originarse en salidas de capitales de corto plazo de los sectores público y privado. Además, todo esto debe lograrse sin sacrificar otras áreas de la política económica, en particular la referente al control de importaciones, en el frente externo, y la relativa a la discrecionalidad

en el manejo del gasto público, especialmente de carácter social, en el frente interno. Todo esto requiere adoptar una estrategia de negociación externa frente a los organismos de crédito muy diferente a la que se ha seguido en los últimos años, que se ha basado en aceptar implícitamente todos los presupuestos teóricos y de política de las entidades multilaterales de crédito.

Finanzas Públicas

I. INTRODUCCION Y RESUMEN

El déficit del gobierno central se redujo significativamente durante 1986 como resultado del fortalecimiento en los ingresos corrientes y el estancamiento en los gastos totales en términos reales. El dinamismo de los ingresos tributarios fue especialmente marcado en aquellos de origen externo. La devaluación de la moneda, la recuperación del comercio exterior y los altos precios del café fueron los factores individuales que más contribuyeron en este resultado. Además, la tributación de origen interno reforzó el crecimiento de los recaudos. En este caso, la ampliación en la cobertura de las retenciones y el acentuado y continuo crecimiento del IVA propiciaron el buen desempeño de la tributación. Entre tanto, la austeridad en los gastos se manifestó especialmente en la inversión, que sufrió una nueva contracción en términos reales. Los gastos corrientes mantuvieron un crecimiento moderado ya que los menores gastos de funcionamiento no lograron compensar el mayor pago de

intereses sobre la deuda interna y externa.

Las finanzas del sector público consolidado mostraron tendencias muy similares a las del gobierno central. A los resultados comentados en el párrafo anterior se unieron otra serie de efectos favorables entre los que sobresale el fortalecimiento del Fondo Nacional del Café y el notable esfuerzo de ajuste de algunas de las entidades nacionales. Como un todo para el sector público, en 1986 prácticamente desapareció el déficit fiscal, después de que dos años atrás representaba un 7.20% del PIB. Los resultados fueron aún más significativos si se considera que durante los últimos dos años se incrementó considerablemente el costo de la deuda a raíz de la aceleración de la devaluación. Por ello, fue necesario que el ahorro antes del pago de intereses se elevara considerablemente con el fin de permitir el ajuste en las cuentas fiscales.

Adicionalmente, el presente análisis de las finanzas públicas incluye una sección en la que se discuten los

ajustes necesarios para calcular la magnitud *real* del déficit. Los ajustes tienen por objeto eliminar las distorsiones que generan la inflación y la devaluación sobre las necesidades de financiamiento del sector público, con el objeto de aislar el verdadero componente real del déficit. Al aplicar la metodología desarrollada se encuentra que el sólo componente inflacionario de los intereses origina en la actualidad un déficit cercano al 2.1% del PIB, que no constituye desequilibrio real en las finanzas públicas. Teniendo en cuenta este ajuste se encuentra así que en 1986 las finanzas públicas fueron superavitarias en términos reales.

Finalmente, el capítulo contiene una síntesis de las principales modificaciones que sufrió el régimen tributario con la pasada reforma, plasmada en la Ley 75 de 1986. El análisis que se realiza evalúa la conveniencia de dichas modificaciones en función de los objetivos perseguidos. Se concluye que hubo una evidente simplificación en el régimen y una mayor neutralidad frente a las decisiones de los agentes económicos. Sin embargo, el objetivo de estimular la capitalización empresarial y fomentar el ahorro y la inversión productiva en el país no se alcanzó con la desgravación del componente inflacionario de ingresos y gastos financieros y con la eliminación de la doble tributación. Más aún, el mecanismo utilizado para introducir esta última modificación redujo la progresividad del régimen tributario. De esta manera, la nueva ley no respondió a criterios distributivos. Además tampoco consideró a cabalidad los posibles efectos adversos sobre recaudos, que a la postre pueden manifestarse en nuevos ajustes del sistema fiscal.

II. RESULTADOS FINANCIEROS DEL GOBIERNO CENTRAL EN 1986

A partir del balance financiero del gobierno central se pueden observar las principales tendencias en las finanzas públicas durante 1986 (Cuadro III-1). En primer lugar, resulta sobresaliente el dinamismo en los ingresos que alcanzó, incluso, cifras superiores a las esperadas. En segundo término, es evidente que se mantuvo la austeridad en los gastos de funcionamiento y de inversión, con lo que resulta inexacto afirmar que el gasto público se aceleró a finales de la administración pasada. Sin embargo, el pago de intereses sobre la deuda pública mostró un crecimiento significativo como resultado de la aceleración de la devaluación y del incremento en el saldo de la deuda interna y externa. En suma, el déficit del gobierno central se redujo en forma muy acentuada y con ello las necesidades netas de financiamiento.

Según las operaciones efectivas, los ingresos corrientes del gobierno nacional se incrementaron en un 46% durante 1986, en tanto que los gastos corrientes crecieron en un 35.3% en el mismo período, debido al represamiento de que habían sido objeto durante 1985 para ceñirse a las metas del FMI. Como resultado, el ahorro corriente se elevó a \$120 mil millones, cifra que supera en un 125% la obtenida durante 1985. En estas circunstancias, el reducido crecimiento en la inversión pública (15%) permitió una rápida corrección del déficit fiscal así medido, que se redujo de \$58.4 miles de millones en 1985 a la cifra muy moderada de \$8.6 miles de millones en 1986.

CUADRO III-1
BALANCE FINANCIERO DEL GOBIERNO CENTRAL
Enero-Diciembre
(Millones de pesos)

	Operaciones efectivas			Causación del gasto		
	1985	1986	Variac. o/o	1985	1986	Variac. o/o
I Ingresos corrientes netos	437.912	640.460	46.3	469.430	714.140	52.1
II Gastos corrientes	384.559	520.410	35.3	416.360	553.531	32.9
A. Gastos de funcionamiento	348.739	454.375	30.3	381.444	494.760	29.7
B. Intereses de la deuda	32.986	54.922	66.5	34.916	58.771	68.3
C. Otros pagos	2.834	11.113	292.3	—	—	—
III Ahorro	53.353	120.050	125.0	53.070	160.609	202.6
IV Inversión	111.794	128.644	15.1	213.330	260.374	22.1
V. Déficit	58.439	8.594	- 85.3	160.260	99.765	- 37.7

Fuente: DNP - UIP - DAF y Contraloría General de la República.

Estas tendencias son similares a las que se obtienen al analizar la causación del gasto. En efecto, las dos metodologías muestran tasas muy semejantes de crecimiento para los gastos de funcionamiento y los pagos por intereses de la deuda e, incluso, para los gastos de inversión. En este último caso, sin embargo, existen diferencias muy apreciables en los valores absolutos de los pagos de Tesorería y de los gastos causados, que se deben a la inclusión en estos últimos de algunas partidas que no generan movimientos de fondos. Así, en 1985 aparece incluida la refinanciación del IDEMA y la capitalización de la Caja Agraria y en 1986 los recursos del crédito Jumbo destinados en forma de crédito al sector descentralizado. Además, en ambos años se consideran los valores de los sumi-

nistros directos con financiamiento del exterior, que no afectan a la Tesorería. Debido a estas partidas, los déficit del gobierno desde el punto de vista de causación fueron más abultados que los obtenidos por operaciones efectivas, aún cuando el de 1986 fue significativamente menor al del año anterior.

El comportamiento de los ingresos tributarios durante 1986 se caracterizó por un elevado crecimiento de todos sus componentes, y particularmente, de los asociados al sector externo. Sin embargo, la tributación de origen interno también se elevó muy apreciablemente en términos reales, pese a que su nivel en 1985 ya era extraordinariamente alto. De esta manera, las reformas introducidas durante la administración pasada de-

mostraron tener efectos duraderos pese a la opinión contraria de un amplio grupo de analistas y a la experiencia de reformas anteriores.

El dinamismo en los recaudos de origen externo, que se elevaron a \$223.9 miles de millones durante 1986, en comparación con \$127 mil millones en 1985, es en parte el resultado de la sobretasa del 80/o a todas las importaciones, introducida en diciembre de 1984, y cuyos efectos reales se reforzaron desde mediados de 1985 a raíz de la liberación de importaciones y la aceleración de la devaluación. Sin embargo, por idénticas razones también fueron muy dinámicos los recaudos de aduanas y recargos, que aumentaron en un 610/o durante 1986 y el impuesto a las ventas recaudado en las aduanas, cuyo crecimiento fue el del 44.60/o. Adicionalmente, la tributación de origen externo se vió fortalecida durante 1986 por el comportamiento del mercado cafetero, que permitió triplicar el recaudo del impuesto ad-valorem a las exportaciones del grano (Cuadro III-2).

Los impuestos de origen interno mostraron un crecimiento del 37.40/o durante 1986, variación que, si bien es inferior a la de la tributación al comercio exterior, también resulta apreciable. De esta manera, se constata que no se ha erosionado la ampliación de la base impositiva lograda con la introducción del IVA a comienzos de 1984 y con el aumento durante 1985 de las retenciones en la fuente sobre un amplio conjunto de pagos y abonos. Por el contrario, los recaudos del impuesto a la renta y complementarios se incrementaron en un 36.60/o entre 1985 y 1986 como resultado del dinamismo de las

retenciones en la fuente, que crecieron un 560/o. Así mismo, la parte del impuesto a la renta que se recauda por vía diferente a las retenciones también se incrementó considerablemente durante 1986 pese a que el año gravable de 1985 sobre el cual aplican, se caracterizó por estancamiento de la actividad productiva. Sin embargo, es importante destacar que la ampliación en la cobertura de las retenciones puede estar dando origen a grandes inequidades en la estructura tributaria, ya que se han acumulado grandes sumas retenidas que no han sido declaradas por los contribuyentes. Este resultado parece deberse en parte a que, con la eliminación de la declaración de renta para los asalariados, las retenciones adicionales —diferentes a la del salario— no generan una devolución correspondiente. Así, la mayor eficiencia administrativa puede estar escondiendo inequidades para asalariados que, por ejemplo, pagan retención en la compra de finza raíz o en operaciones de ahorro financiero y que no solicitan su devolución.

Por su parte, el notable crecimiento en la parte del IVA recaudada por la DIN, no es independiente de la reactivación económica pues parece reflejar un incremento más que proporcional en la demanda de bienes gravados en comparación con los no-gravados (alimentos), que es consustancial a un período de recuperación de la demanda de los hogares. Sin embargo, el aumento del recaudo del IVA también se ha visto favorecido por el notable aumento experimentado por los precios relativos de algunos bienes con alta incidencia en el tributo, como los automóviles, por efecto de la devaluación.

CUADRO III-2
INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO CENTRAL
—RECAUDOS DIN—
Enero-Diciembre
(Millones de pesos)

	1984	1985	1986	Var. %/ 1985/84	Var. %/ 1986/85
Ingresos tributarios	303.705	434.450	645.247	43.0	48.5
Renta y complementarios	120.839	162.843	222.497	34.8	36.6
— (Retenciones)	37.368	63.048	98.440	68.7	56.1
Ventas	88.096	127.267	189.720	44.5	49.1
— DIN	62.269	89.914	127.010	44.4	41.3
— DGA	25.827	37.353	62.710	44.6	67.9
Aduanas y recargos	40.522	50.449	81.249	24.5	61.1
CIF 20% Importaciones	2.879	6.055	10.154	110.3	67.7
CIF 80% Importaciones	—	21.171	38.695	—	82.8
Ad-valorem café 6.50%	8.454	11.952	30.088	41.4	156.7
Ad-valorem gasolina y					
ACPM	30.609	34.636	46.493	13.2	34.2
Pro-turismo	1.107	1.162	2.065	5.0	77.7
Timbre	11.026	18.775	24.286	70.3	29.4
Ingresos no tributarios	13.729	34.981	68.893	154.8	96.8
Total ingresos corrientes	317.435	469.430	714.140	47.9	52.1
(—) Devoluciones y papeles	18.903	25.648	19.994	35.7	22.0
Total ingresos netos	298.531	443.782	694.146	48.7	56.4
Memo:					
Tributación de origen interno	225.850	307.330	422.351	36.0	37.4
Tributación de origen externo	77.682	126.980	222.896	63.5	75.5

Fuente: DIN.

Las operaciones de financiación (Cuadro III-3) reflejaron durante 1986 la prioridad que las autoridades le dieron al cumplimiento de las metas monetarias en detrimento de un adecuado comportamiento de los pagos de Tesorería. En particular, se recibieron recursos de crédito por magnitudes que no se compaginaron con el represamiento en los pagos por in-

versión del gobierno central. En efecto, las autoridades demoraron los pagos con el fin de acumular los recursos de crédito que tenían a su disposición, logrando así un crecimiento inusitado en los depósitos de la Tesorería. Este comportamiento refleja los inconvenientes de la Ley de Presupuesto, ya que el gobierno puede gastar sobre ingresos recono-

CUADRO III-3

FINANCIACION DEL DEFICIT DEL GOBIERNO NACIONAL

Operaciones efectivas
Enero-Diciembre
(Millones de pesos)

	1985	1986	Variac. %
A. Crédito interno neto	64.882	115.025	77.3
1. Banco de la República	24.978	70.000	180.3
— Cupos de crédito	24.978	70.000	180.3
— Fondo de inversiones públicas	—	—	—
— Cuenta Especial de Cambios	—	—	—
2. Crédito cafetero	—	14.194	—
3. Mercado financiero	57.951	44.433	—
— Bonos	19.874	4.572	- 77.0
— TAN	38.077	39.861	4.7
4. Amortizaciones (menos)	18.047	13.602	—
B. Crédito externo neto	452	- 40.621	—
1. Desembolsos	31.162	27.184	- 12.8
2. Amortizaciones (menos)	30.710	67.805	120.8
C. Variación de depósitos (menos)	6.895	65.810	—
D. Total financiación neta	58.439	8.594	- 85.3

Fuente: Informe Mensual de Tesorería - Cálculos DNP - UIP - DAF.

cidos, pero se tiene que endeudar (a través de los TAN) para hacer uso efectivo de los recursos que tiene garantizados con retenciones en la fuente. Así las cosas, el gobierno central no utilizó \$65.810 millones del financiamiento que recibió en 1986 con lo que los pagos se distanciaron significativamente de los giros correspondientes a los diferentes componentes del gasto público. Más aún, si a esta cifra se le suma lo que se tenía acumulado al finalizar 1985, y aquellos recursos de crédito externo desembolsados en el curso de 1986 a través del gobierno, y que quedaron sin utilizar, se tiene que al concluir

1986 la Tesorería tenía recursos propios o destinados a otras entidades por cuantía de \$193.620 millones, equivalentes a una vez y media los pagos por concepto de inversión realizados durante el año.

En el financiamiento recibido jugó un papel significativo la ampliación en los cupos de crédito del Banco de la República, que ascendieron a \$70 mil millones durante 1986. A su turno, la transferencia de parte de los excedentes de la bonanza cafetera al gobierno nacional se realizó por medio de una operación de capital por un monto de \$14.194 millones,

que complementó los \$44.400 millones obtenidos mediante la colocación de bonos de deuda pública (especialmente TAN) en el mercado financiero nacional. En suma, el crédito interno neto al gobierno nacional se elevó a \$115 millones en 1986, monto superior en un 77o/o al obtenido en 1985. Con ello fue posible cubrir holgadamente las amortizaciones de la deuda externa, que excedieron en más de \$40 mil millones los desembolsos de la banca extranjera, y dejar los remanentes ya citados para engrosar los saldos disponibles de la Tesorería en el Emisor.

III. SITUACION FINANCIERA DEL SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO

En el Cuadro III-4 se presentan los principales componentes del balance de las operaciones del sector público consolidado en los años de 1984 a 1986. Las cifras se basan en cálculos efectuados por el Departamento Nacional de Planeación, los cuales fueron modificados para excluir los ingresos de capital y los préstamos netos, ya que estas dos partidas constituyen en realidad operaciones financieras y, en consecuencia, distorsionan el cálculo del déficit desde un punto de vista real.

El rasgo más notorio en el desempeño del sector público consolidado entre 1984 y 1986 fue la virtual eliminación del déficit, que en el primero de estos años llegó a representar el 7.2o/o del PIB. Aunque parte del ajuste se realizó en 1985, la reducción más pronunciada se logró en 1986, gracias al esfuerzo conjunto de todos los grandes grupos de entidades públicas, con la notable excepción de las empresas.

En el caso del gobierno nacional, la disminución del déficit entre 1985 y 1986 fue equivalente a 1.5o/o del PIB, en adición al ajuste que por una magnitud semejante ya había tenido lugar entre 1984 y 1985. Como ya se analizó en la sección anterior de este capítulo, tal resultado se debió, esencialmente, al fortalecimiento de los ingresos corrientes, frente al estancamiento de los gastos totales. La contribución del Fondo Nacional del Café a la disminución del déficit en 1986 fue aún más importante —1.9o/o del PIB—, por efecto de la política de ahorro de los excedentes que se generaron a raíz de la bonanza de los precios externos del grano. Cabe mencionar, sin embargo, que aunque el Fondo tuvo una contribución decisiva para la reducción del déficit global, sólo fue directamente responsable de una parte de la misma. En efecto, si se lo excluye del consolidado, se advierte que el déficit de todas formas cayó del 6.6o/o del PIB en 1985 al 3.9o/o en 1986. Por último, el conjunto de las entidades nacionales, el sector de la seguridad social y los gobiernos locales y regionales, agrupados como “resto del sector público”, contribuyeron también a la disminución del déficit con el equivalente a 2.2 puntos porcentuales en relación con el PIB. Prácticamente todo este esfuerzo fue realizado por los gobiernos locales y regionales, a través principalmente de un recorte severo en los gastos de inversión.

Sin embargo, no todo el ajuste logrado en las finanzas de las entidades anteriores se manifestó en una reducción del déficit consolidado, ya que, simultáneamente, se elevó la brecha entre los gastos totales y los ingresos corrientes de las empresas

CUADRO III-4

BALANCE DEL SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO CONSOLIDADO
1984-1986
(Porcentajes del PIB)

	1984	1985	1986 ^p
A. Ahorro en cuenta corriente antes del pago de intereses	7.0	10.5	14.0
— Gobierno nacional	- 0.7	1.4	2.6
— Empresas públicas	2.9	3.7	4.5
— Fondo Nacional del Café	- 0.5	1.7	4.2
— Resto del sector público	4.3	3.7	2.8
B. Gastos de capital	11.6	12.4	10.9
— Gobierno nacional	2.2	2.9	2.5
— Empresas públicas	4.0	4.2	5.2
— Fondo Nacional del Café	0.0	0.0	0.7
— Resto del sector público	5.4	5.2	2.5
C. Superavit o déficit antes del pago de intereses	- 4.6	- 1.9	3.1
— Gobierno nacional	- 2.9	- 1.5	0.1
— Empresas públicas	- 1.1	- 0.5	- 0.7
— Fondo Nacional del Café	0.5	1.7	3.5
— Resto del sector público	- 1.1	- 1.5	0.3
D. Pago de intereses	2.6	3.2	3.6
— Gobierno nacional	1.0	1.0	1.1
— Empresas públicas	0.8	1.2	2.1
— Fondo Nacional del Café	0.4	0.2	0.1
— Resto del sector público	0.5	0.7	0.3
E. Superávit o déficit total^a	- 7.2	- 5.1	- 0.5
— Gobierno nacional	- 3.9	- 2.5	- 1.0
— Empresas públicas	- 1.9	- 1.7	- 2.8
— Fondo Nacional del Café	0.1	1.5	3.4
— Resto del sector público	- 1.6	- 2.2	0.0

Fuente: Departamento Nacional de Planeación.

^p Cifras preliminares.

^a No incluye ingresos de capital ni préstamos netos.

públicas no financieras. Aunque la muestra de empresas representadas en uno y otro año no es la misma, las cifras del cuadro sugieren que el déficit de las empresas aumentó en 1.10/o del PIB y que en ese resultado tuvo una gran incidencia el pago de intereses por concepto de la deuda. No es sorprendente que esto haya ocurrido, ya que, como es sabido, las empresas del sector público concentran gran parte de la deuda externa del país, cuyo costo total se vio muy aumentado en 1986 debido tanto a los mayores niveles de endeudamiento como al efecto de la devaluación real del peso ocurrida el año anterior. Los gastos de inversión de las empresas, aunque también crecieron, tuvieron un papel menor en este resultado, dado que simultáneamente se elevó en una magnitud no muy diferente el ahorro propio de las empresas para financiarlos. De otra parte, algunas empresas realizaron de todas formas importantes esfuerzos para corregir sus desequilibrios. Así, en las empresas del sector eléctrico el déficit se redujo como consecuencia de los ajustes de tarifas y de la menor inversión en proyectos de generación de energía. En el caso de Ecopetrol, también se logró una reducción apreciable del déficit (0.60/o del PIB), gracias al aumento de las exportaciones y a la conclusión de algunos esfuerzos de inversión iniciados en años anteriores. En cambio, Carbocol vio aumentado su déficit, en razón de la caída en los precios de venta externa del carbón, a pesar de que también en este caso disminuyó el gasto en inversión.

Dejando de lado la discriminación por entidades, es de interés observar

cuáles fueron las características globales del ajuste ocurrido entre 1984 y 1986. En primer lugar, se destaca el aumento en el ahorro, antes del pago de intereses, que pasó de representar el 70/o del PIB en 1984 al 140/o en 1986. Este resultado pone en evidencia que el ajuste fiscal llevó efectivamente a elevar el esfuerzo de ahorro, como se lo propusieron las autoridades económicas. Sin embargo, la mayor disponibilidad de recursos propios no llevó al conjunto del sector público a aumentar su gasto en formación de capital. Este sólo se elevó marginalmente y de forma temporal en 1985, para caer debajo de su nivel inicial al año siguiente. Una mayor parte de los nuevos ahorros resultaron canalizándose en cambio hacia el pago de intereses, especialmente hacia afuera de la economía, representando así un drenaje de recursos reales. Aún así, el resultado final de todas las operaciones del sector público fue la eliminación casi total del déficit entre 1984 y 1986.

Durante el presente año, los menores ingresos por exportaciones cafeteras llevarán a revertir parcialmente este proceso, puesto que incidirán desfavorablemente sobre las finanzas del Fondo Nacional del Café y, en forma indirecta, sobre las del gobierno central, como principal receptor de todo tipo de impuestos. Así las cosas, el déficit podría ascender al equivalente a unos 3.5 puntos porcentuales del PIB en 1987. Sin embargo, desde un punto de vista macroeconómico, el gobierno no debe enfrentar esta nueva coyuntura con la única mira de defender los logros obtenidos en materia fiscal en el pasado. Esta actitud conduciría a producir nuevos recortes en el gasto

público, especialmente en inversión de todo el sector público consolidado, que reforzarían los efectos depresivos de la distorcida cafetera. Las actuales circunstancias exigen, en cambio, que la política fiscal cumpla un papel *compensatorio*, sustituyendo con mayor gasto público la menor demanda agregada proveniente del sector externo. Sólo de esta forma, el balance del sector pública contrarrestará las alteraciones que necesariamente sufrirá el balance de la cuenta corriente por razones exógenas, dejando así inmodificada la posición del sector privado.

IV. EL DEFICIT FISCAL AJUSTADO POR INFLACION

A. Efectos de la Inflación sobre las finanzas públicas

El análisis tradicional de las finanzas públicas en el país se ha centrado en el comportamiento del déficit fiscal expresado a precios corrientes o, recientemente, como proporción del PIB. Sin embargo, este tipo de enfoque tiene serias deficiencias que ya han sido extensamente ilustradas en la literatura económica. En particular, existe un claro problema de ilusión monetaria en las cifras nominales de déficit fiscal que no permiten discriminar los efectos reales de los nominales. La corrección de los efectos de la inflación sobre el déficit fiscal puede hacerse utilizando dos metodologías diferentes. En primer lugar, mediante un ajuste sobre los flujos, deduciendo el componente inflacionario de los intereses pagados. Alternativamente, se puede lograr el mismo resultado a través de un ajuste

sobre la variación en los saldos de la deuda pública, diferenciando la parte que corresponde al déficit fiscal propiamente dicho del efecto puro de ganancias o pérdidas de capital. En otras palabras, se trata de corregir las distorsiones que genera la inflación sobre las necesidades de financiamiento del sector público a partir del cambio en la posición deudora neta en términos reales¹. La importancia de este tipo de ajustes se ilustra con el cálculo de la corrección por inflación del déficit fiscal para 1987. Al utilizar la metodología de flujos se encuentra que el componente inflacionario de los intereses sobre la deuda interna se elevará durante el presente año a un 1.40/o del PIB². Por su parte, el componente inflacionario en dólares (40/o) para una deuda externa de US\$10.500 millones será de US\$402 millones que equivalen a un 1.20/o del PIB³. Con ello el componente inflacionario de los intereses se elevará a un monto cercano al 2.60/o del PIB. De esta manera, si el déficit nominal es inferior a esta proporción, las finanzas públicas serán superavitarias en términos reales.

Es importante señalar, sin embargo, que este no es el único tipo de efectos de la inflación sobre las finanzas públicas. Otro tipo de dis-

¹ Manuel Marfán, "La Política Fiscal Macroeconómica" en René Cortázar (Ed.). Políticas Macroeconómicas. *Una perspectiva latinoamericana*, CIEPLAN, Santiago, 1986.

² Monto equivalente a \$104.113 millones que corresponden al 22/o (tasa de inflación esperada) de \$518 mil millones (saldo de la deuda interna).

³ Valorados a la tasa de cambio promedio esperada (\$235 por dólar).

torsiones, corregidas plenamente en el país desde 1979, son las que provoca la inflación sobre la tributación —el llamado “inflation-creeping” o “fiscal-drag”— atribuibles al ascenso a escalas de tarifas más altas por el incremento en los ingresos nominales. Por su parte, la tributación de las sociedades también se ve afectada por una incorrecta valoración en la depreciación del capital fijo o en el cambio de inventarios. Un caso claro de este tipo de efectos lo constituye la tributación (o deducción) de ingresos (gastos) por intereses nominales. No obstante, a diferencia de lo que ocurre con las distorsiones que genera la inflación sobre la contabilización del déficit fiscal, sus efectos sobre la tributación están siendo corregidos con modificaciones al régimen tributario. Como veremos más adelante, la reforma tributaria aprobada recientemente por el Congreso avanza considerablemente en esta dirección.

Adicionalmente, la literatura ha destacado los efectos negativos sobre el recaudo real que surgen del rezago existente entre la generación el pago de impuestos. Este tipo de distorsiones —que tiende a minimizarse en casos como el colombiano en los que la inflación es estable— han sido reducidos significativamente en virtud del establecimiento de múltiples retenciones en la fuente y anticipos. Por ello, resulta claro que una buena parte de los efectos fiscales de la inflación pueden y han sido corregidos en el país. De la misma manera, es necesario corregir la medición del déficit de una manera simple que ha sido ampliamente aceptada en los países latinoamericanos que experimentan altas tasas de inflación.

B. Los saldos de la deuda del sector público

Como se discutió otras, para obtener el déficit ajustado por inflación es necesario partir de la posición deudora neta del sector público. Este tipo de información es difícil de obtener para el consolidado del sector público, por lo cual el ejercicio se limitó al gobierno nacional y a un conjunto de empresas descentralizadas para las cuales fue posible conseguir los estados financieros detallados desde 1982. Las empresas escogidas (CVC, CORELCA, ICEL, Fondo Vial Nacional, CARBOCOL, ECOPETROL e ISA) son altamente representativas de la situación del sector. En efecto, el saldo de la deuda externa en manos de este grupo de empresas a finales de 1985 equivalía al 71.30% del saldo total a cargo del sector público excluyendo el gobierno nacional⁴. Más aún, estas empresas representaron en los años estudiados casi la totalidad de la deuda externa en manos de las entidades descentralizadas nacionales.

Como se aprecia en el Cuadro III-5, la deuda del gobierno nacional está equitativamente distribuida entre las fuentes internas y las externas. Al cierre de 1986, el saldo de estas últimas ascendió a \$612.314 millones, un monto similar al de las 7 entidades descentralizadas escogidas y que representa el 550% de la deuda neta del gobierno nacional. La mayor parte de la deuda interna está conformada por obligaciones con el Banco de la República, dentro de las cuales so-

⁴ Tampoco se incluye la deuda externa a cargo del Banco de la República ni la garantizada por el sector público pero en manos de particulares.

CUADRO IIf-5

SALDOS DE LA DEUDA PUBLICA 1982 - 1986
(Millones de pesos)

	1982	1983	1984	1985	1986
GOBIERNO NACIONAL					
(+) Deuda externa	196.637	235.165	303.024	508.524	612.314
(+) Deuda interna	54.948	146.152	288.694	455.031	577.367
Banco de la República ^a	33.462	100.754	215.826	287.723	357.723
TAN a entidades públicas	—	—	3	32.669	92.906
TAN a entidades privadas y otros	21.486	45.398	72.865	134.639	126.738
(+) Exigibilidades	16.153	24.013	33.445	37.038	48.049
(-) Disponibilidades	7.337	20.618	24.413	51.330	122.120
Deuda neta total	260.401	384.712	600.750	949.263	1.115.610
Deuda neta excluyendo TAN a entidades públicas	260.401	384.712	600.747	916.594	1.022.704
EMPRESAS					
					(Junio)
(+) Deuda externa (capital)	93.414	149.483	258.948	544.562	653.365
(+) Deuda interna (capital)	15.030	32.258	50.884	80.395	107.086
(+) Exigibilidades	63.092	80.405	124.490	217.071	235.701
(-) Disponibilidades	15.266	14.147	58.172	32.499	36.250
Deuda neta	156.270	247.997	376.150	809.529	959.902

^a Empresas: CVC, CORELCA, ICEL. Fondo Vial Nacional, CARBOCOL, ECOPETROL e ISA.
Fuente: Contraloría General de la República.

bresalen los cupos ordinarios y extraordinarios de Tesorería, los créditos extraordinarios de reactivación económica en 1983 y 1984, el crédito Ley 55 de 1985, el cupo de sustitución de la Ley 34 de 1984, la garantía de los TAN, los recursos del Fondo de Inversiones Públicas y la emisión de \$70.000 millones por medio de la Ley 7 de 1986. Como un todo, los pasivos con el Banco de la República se elevaron a \$357.723 millones al finalizar el año pasado. Entre tanto, el saldo de la deuda interna no monetaria fue de \$219.644 millones, representado en su mayoría (58%) por los TAN. Sin embargo, para fines de consolidación es ne-

cesario descontar los Títulos de Ahorro Nacional de clase B y C, de forzosa inversión para las entidades públicas y el Fondo Nacional del Café, respectivamente. Del total de TAN en circulación \$128.188 millones) un 72.5% (\$92.906 millones) se encuentran en manos de otros organismos públicos. En lo que hace a las exigibilidades y disponibilidades de la Tesorería, su comportamiento se puede dividir en dos períodos. Hasta 1984 la diferencia entre exigibilidades y disponibilidades era estrecha, reflejando movimientos normales en la Caja de la Tesorería. A partir de 1985, las autoridades han buscado cumplir las metas fiscales demorando

los pagos y por lo tanto, acumulando depósitos de la Tesorería en el Banco de la República. El monto de las disponibilidades en 1986 refleja este fenómeno, así como el sometimiento de la política fiscal al cumplimiento de las metas monetarias.

De esta manera, el saldo de la deuda neta del gobierno nacional (excluyendo los TÁN en manos de entidades públicas) ascendió a \$1.022.704 millones a finales de 1986. Al igual que lo ocurrido con las empresas públicas, la mayor variación en el saldo de esta deuda se dio entre 1984 y 1985 a raíz de la devaluación realizada dentro del marco del programa de ajuste macroeconómico.

En la evolución de los saldos de la deuda para las 7 empresas escogidas resalta la importancia del crédito externo como su principal fuente de financiamiento, seguido de las exigibilidades que corresponden, principalmente, a cuentas pendientes de pago. A mediados de 1986, la deuda externa en manos de las 7 empresas mencionadas ascendía a \$653.365 millones (un no despreciable 10.8% del PIB), en tanto que las exigibilidades se elevaban a \$235.701 millones. Tal y como lo sugieren varios estudios realizados en el país⁵, la importancia del crédito interno como fuente de financiación de las entidades descentralizadas es reducida debido a su difícil acceso a los recursos de emisión primaria y a que sólo recientemente —a través de la FEN— han tratado de penetrar el mercado de capitales doméstico. Así mismo,

sus disponibilidades en caja o en bancos han sido pequeñas. Como un todo, los saldos de la deuda neta se han incrementado considerablemente en los últimos años y especialmente durante 1985 a raíz de la acelerada devaluación de la moneda.

C. El déficit fiscal corregido por inflación

Para efectuar la corrección por inflación del déficit fiscal es necesario partir de la variación en la deuda neta de año a año y tratar de descontar la parte de esa variación que es atribuible a la inflación y a la devaluación por encima de la inflación, en el caso de la deuda denominada en moneda extranjera. Una alternativa para realizar este cálculo se presenta en el Cuadro III-6. Para el gobierno nacional el cambio en la deuda neta se eleva considerablemente entre 1983 y 1985 para luego descender en 1986. Como veremos, una buena parte de la variación en la deuda neta entre 1983 y 1985 es explicada por los efectos de la inflación y la devaluación. En 1983 es necesario adicionarle a la variación de la deuda neta los ingresos no tributarios de la CEC, que aunque contabilizados en su momento como un ingreso corriente, constituían una fuente de financiamiento del déficit fiscal.

El componente puramente inflacionario del crecimiento en la deuda neta es calculado como la tasa de inflación durante el año correspondiente, multiplicada por los saldos totales de la deuda neta al final del año anterior. Es decir, se trata de cuantificar la parte del aumento en la deuda que corresponde exclusivamente a la valorización de la deuda, que en términos contables representa el pago de

⁵ Véase Guillermo Perry y Mauricio Cárdenas, *Diez años de reformas tributarias en Colombia*, Universidad Nacional - FEDESARROLLO, Bogotá, 1986.

CUADRO III-6

DEFICIT FISCAL AJUSTADO POR INFLACION Y DEVALUACION REAL
(Millones de pesos)

	1983	1984	1985	1986
GOBIERNO NACIONAL (excluyendo TAN a entidades públicas)				
Variación deuda neta	124.311	216.035	315.847	106.110
(+) Recursos de la CEC ^a	54.934	—	—	—
(-) Efecto de la inflación sobre los saldos ^b	43.227	70.018	135.169	198.871
(+) Impuesto inflacionario ^c	4.337	14.585	43.068	49.524
Subtotal	140.355	160.602	223.746	— 43.237
(-) Efecto de la devaluación real ^d	506	398	122.941	69.163
Déficit ajustado por inflación (como %o del PIB)	139.849	160.204	100.805	—112.400
	4.57	4.18	2.10	— 1.86
(-) Recursos de la CEC	54.934	—	—	—
(-) Impuesto inflacionario	4.337	14.585	43.068	49.524
Variación en la deuda neta real	80.578	145.617	57.737	—161.024
EMPRESAS PUBLICAS^e				(jun.)
Variación deuda neta	91.727	128.153	433.379	150.373
(-) Efecto de la inflación sobre los saldos ^b	25.941	45.135	84.634	80.769
Sub-total	65.786	83.018	348.745	69.604
(-) Efecto de la devaluación real ^d	240	126	105.356	59.036
(-) Efecto de la devaluación sobre exigibilidades ^f	114	95	35.355	16.998
Déficit ajustado por inflación (como %o del PIB)	65.432	82.797	208.034	— 6.430
	2.14	2.17	4.34	— 0.12

^a Para 1983 se incluyen los recursos no-tributarios de la CEC que se contabilizan como ingreso corriente del gobierno nacional.

^b Tasa de inflación por saldo de la deuda neta total en el período anterior.

^c Calculado como la tasa de inflación multiplicada por el saldo neto de las operaciones con el Banco de la República en el período anterior (Deuda interna con el Banco de la República menos disponibilidades de Tesorería).

^d Calculado como:

$$\left(\frac{1 + t \text{ dev. nominal}}{1 + t \text{ inflación}} - 1 \right) \times (\text{saldo deuda externa}_{t-1})$$

lo cual supone que la deuda externa está denominada en dólares en su totalidad. Además se sobreestima el efecto por no estar las amortizaciones. La devaluación nominal se calcula según la variación en la tasa de contabilización de reservas.

^e Incluye CVC, CORELCA, ICEL, FONDO VIAL NACIONAL, CARBOCOL, ECOPETROL e ISA.

^f Se aplica sobre el 70%o de las exigibilidades el efecto de la devaluación real, de manera similar a la definida en d.

Fuente: Cuadro III-5 y Cálculos de FEDESARROLLO.

intereses nominales que llevan implícitos la tasa de inflación. Sin embargo, en un sentido estricto, el componente inflacionario no se le debe descontar a toda la variación en la deuda neta. Parte de esa deuda corresponde a obligaciones con el Banco de la República contratadas a tasas de interés real negativas, dado que el interés nominal es prácticamente nulo (1% en la mayoría de los casos). Para ello, el componente inflacionario de esta deuda no incrementa las necesidades de financiamiento del sector público sino que por el contrario constituye un impuesto que paga la sociedad. La inflación reduce el valor real de los activos monetarios del sector privado, por lo que se produce una transferencia real de recursos al sector público. En este caso, la tasa impositiva equivale a la tasa de inflación, y la base del impuesto corresponde al financiamiento monetario recibido por el gobierno. De esta manera, a la corrección por inflación sobre los saldos es necesario descontarle lo que la sociedad paga por haberle otorgado al Estado la facultad de emitir moneda (el llamado "señoraje").

La variación que se obtiene en la deuda neta después de realizar estos ajustes no es completa ya que para algunos pasivos la valoración correspondiente es superior a la inflación. Esto es lo que ocurre con la deuda externa cuando se registra una devaluación real de la moneda. Solamente al realizar este último tipo de ajuste se puede llegar a un déficit correctamente definido en el cual se ha descontado el componente de la variación en la deuda neta que es atribuible exclusivamente a la inflación y a la devaluación real. Para el go-

bierno nacional, el déficit así ajustado presenta una tendencia que se acumula a lo observado según la medición tradicional al tiempo que hace explícita la verdadera magnitud de la corrección del desequilibrio en las finanzas públicas en los últimos años. En efecto, el déficit real pasó de 4.6% a 4.2% del PIB entre 1983 y 1984. Durante 1985 —cuando se registró la mayor variación en la deuda neta— el déficit ajustado por devaluación se redujo a 2.1% del PIB. En ese año la variación en la deuda neta (\$313.847 millones) se explica en un 29% por los efectos netos de la inflación y en un 39% por los efectos de la devaluación real que para el caso fue del 41%⁶. El año pasado, el significativo aumento en los recaudos de impuestos y la contención del gasto dieron origen a un *superavit* en las finanzas del gobierno nacional cuando se efectúan los ajustes señalados. En efecto, la variación en la deuda neta \$106.110 millones) resultó inferior al puro efecto inflacionario sobre los saldos acumulados (\$149.347 millones). Si a lo anterior se le suma el efecto de la devaluación real (\$69.163 millones) se hace evidente la aparición de un *superavit* fiscal equivalente al 1.9% del PIB.

Con todo, el déficit ajustado por inflación no es equivalente a la variación en la deuda neta real. La diferencia entre estas dos magnitudes la conforman los recursos de la CEC y el impuesto inflacionario que si bien se incluyen dentro del déficit ajusta-

⁶ En ese año la elevación de la tasa de contabilización de reservas —la tasa a la cual el gobierno compra las divisas para efectuar sus pagos en moneda extranjera— fue muy superior a la de la tasa de cambio oficial, con lo cual se corrigió en parte el diferencial existente entre ambas cotizaciones.

do, no contribuyen a aumentar la deuda neta. En el primer caso, por definición, se trata de recursos que el gobierno no está obligado a devolver. Por su parte, el impuesto inflacionario reduce el valor real de la deuda del gobierno con el Banco de la República.

El ajuste por inflación en el déficit de las 7 empresas descentralizadas escogidas utiliza la misma metodología. En este caso, sin embargo, no existe un impuesto inflacionario, ya que este tipo de entidades tiene muy pocas obligaciones con la autoridad monetaria. Así mismo, el efecto de la devaluación real debe calcularse no sólo sobre los saldos de la deuda externa sino también sobre una parte (que se supone en un 70%) de las exigibilidades que representan cuentas por pagar en moneda extranjera (básicamente intereses). Al realizar los cálculos correspondientes se observa que el déficit ajustado por inflación para este conjunto de empresas se eleva de 2.1% del PIB en promedio durante 1983 y 1984 a 4.3% en 1985, pese a que en este último año la variación en la deuda neta superó en más de 3 veces la observada en 1984. Los resultados ponen de presente la magnitud de los efectos de la devaluación real de 1985 sobre las empresas descentralizadas. Para las 7 empresas estudiadas, un 33% del incremento en el saldo de la deuda neta corresponde a este tipo de efectos. Al igual que para el gobierno nacional, durante el primer semestre de 1986 las finanzas de este grupo de empresas resultan *superavitarias* en un 0.12% del PIB cuando se realizan los ajustes correspondientes.

En conclusión, los resultados de este ejercicio permiten apreciar en su

verdadera magnitud los efectos del ajuste fiscal sobre la demanda agregada. Los esfuerzos de corrección de los desequilibrios de las finanzas públicas en condiciones inflacionarias y de devaluación acelerada dieron origen a la aparición de un superavit fiscal desde un punto de vista estrictamente real. De esta manera, el sector público llegó a ser en 1986 un prestamista neto en términos reales, ya que los ingresos que recibió superaron la magnitud de sus gastos reales, es decir aquellos incurridos en la utilización de bienes, servicios y factores productivos reales de la economía. Así las cosas, en 1986 el sector público como un todo no tuvo exceso alguno de gasto sino que, antes bien, fue un factor de contracción real de la demanda agregada.

Para 1987 es de esperar que el componente inflacionario de los intereses se eleve al 2.1% del PIB. Adicionalmente, si se considera el impuesto inflacionario —equivalente al 0.7% del PIB—, resulta claro que sólo con un déficit nominal superior al 2.8% del PIB se producirá algún aumento en el saldo real de la deuda pública. En estas circunstancias, si las autoridades buscan contrarrestar los efectos de la caída en los precios internacionales del café reduciendo el déficit nominal a niveles inferiores, las finanzas públicas serán nuevamente una fuente de contracción económica.

V. LA REFORMA TRIBUTARIA DE 1986

A. Síntesis de las medidas

El acontecimiento más importante en materia de finanzas públicas durante 1986 lo constituyó, sin lugar a

dudas, el promulgamiento por parte del Congreso Nacional de una nueva reforma al sistema impositivo en el país. Con el nuevo esquema se pretende darle a la tributación a la renta una mayor equidad horizontal (a rentas iguales corresponden impuestos iguales, independientemente de su origen), neutralidad frente a las decisiones económicas de los contribuyentes y hacer más eficiente su administración en vista de la simplificación del régimen. Asimismo, y en concordancia con el espíritu de las modificaciones introducidas desde 1982, la reforma busca incentivar una mayor capitalización de las empresas, con el ánimo de favorecer la generación de ahorro y la inversión productiva en el país.

Para lograr los objetivos de equidad, neutralidad y facilidad administrativa, la reforma eliminó la mayor parte de las exenciones y descuentos que beneficiaban en una mayor proporción a los contribuyentes de ingresos altos sometidos a tratamiento de excepción. En particular, para las personas naturales se eliminaron: (a) la exención sobre las prestaciones sociales de los asalariados, excepto las cesantías para contribuyentes con ingresos mensuales inferiores a \$300.000; (b) los descuentos personales y especiales; (c) la deducción de los aportes del trabajador al ISS y Cajas de Previsión Social; (d) el descuento sobre retenciones en la fuente por salarios, y (e) ciertas rentas exentas que beneficiaban un conjunto diverso de contribuyentes (en especial los gastos de representación pagados a la mayoría de los empleados públicos, intereses provenientes de los bonos de deuda pública interna, parte exenta de la ganancia ocasional proveniente de la venta de activos fijos,

descuento por dividendos recibidos y la exención de que gozaban algunos ingresos recibidos por los marinos).

En compensación, las personas naturales se favorecieron de una modificación en las tarifas con lo que, sin duda, disminuirán los impuestos para este grupo de contribuyentes. La reducción de las tarifas y la eliminación de los beneficios le imprime una mayor progresividad y racionalidad al sistema, pero no garantiza necesariamente la reducción de la evasión tributaria, pese a la opinión contraria del gobierno.

En relación con las sociedades, la reforma eliminó los beneficios tributarios concedidos a ciertas actividades económicas (reforestación, ganadería, empresas de navegación en el oriente colombiano, nuevas explotaciones agropecuarias en las zonas de colonización, etc.), exceptuando las que gozan el sector editorial y la Flota Mercante Grancolombiana. Asimismo, las nuevas medidas aprobaron la eliminación de la doble tributación, la reducción de las tarifas para las sociedades anónimas, su unificación en tres años en un nivel del 300/o para los diversos tipos de sociedades, y la eliminación gradual tanto del gravamen sobre el componente inflacionario de los rendimientos financieros, como del ajuste sobre la deducibilidad de los gastos financieros. De esta manera, la reforma buscó eliminar la incidencia del régimen tributario sobre las decisiones de inversión, dándole además una mayor neutralidad al impuesto sobre la renta frente a las diversas formas de asociación.

La reducción en las tarifas de las personas naturales y las sociedades

anónimas se compensará por la adopción de otros mecanismos, entre los que sobresale la inclusión de nuevos contribuyentes en la base del impuesto de renta. Así, en lo sucesivo quedarán gravadas las actividades industriales y de mercadeo que realizan las cajas de compensación familiar, los fondos mutuos y de empleados y las asociaciones gremiales. A estas entidades se les aplicará una tarifa preferencial (20%/o), lo mismo que a las entidades financieras sin ánimo de lucro. Además, quedarán gravadas con la tasa ordinaria los fondos de inversión y de valores, la totalidad de las empresas de economía mixta y TELECOM. Los efectos de la mayor cobertura del impuesto serán reforzados por la ampliación del mecanismo de retención, la limitación de la deducción de costos para los profesionales independientes y la mejoría en la administración y procedimientos tributarios.

Aparte de las modificaciones expuestas, la reforma contiene otras normas relativas a los avalúos catastrales y la unificación de los gravámenes a las importaciones. También modifica la tributación del sector petrolero y obliga a PROEXPO a asumir los costos del CERT. Asimismo, como se discute más adelante, la nueva Ley tributaria otorga una amnistía patrimonial que permite incluir activos omitidos y excluir los pasivos inexistentes sin perjuicio del contribuyente. A continuación se analizan los efectos e implicaciones más destacados de la reforma en sus diferentes áreas.

B. La simplificación del Régimen Tributario

Uno de los principales defectos de la legislación tributaria vigente hasta

1986 lo constituía, sin lugar a dudas, su excesiva complejidad. Esta característica restringía la equidad y progresividad del régimen al tiempo que dificultaba considerablemente la labor administrativa en la recaudación de impuestos. Por ello, la simplificación le imprime una mayor transparencia al régimen tributario, fortalece la equidad horizontal y acentúa el carácter redistributivo del mismo. Entretanto, la descongestión en la administración tributaria puede hacer más eficiente el funcionamiento de los mecanismos de retención e incrementa los controles sobre la evasión y la elusión de impuestos.

Sin embargo, la simplificación tributaria no tiene la virtud de la neutralidad que ilumina el resto de la reforma. En efecto, la simplificación es claramente adversa a las rentas de trabajo, al quitarles los beneficios de una variedad de exenciones y deducciones, a pesar de que algunas de ellas constituyen un elemento análogo a costos que sí son deducibles para las rentas de capital. De una forma más general, la simplificación es doblemente adversa a las rentas de trabajo, puesto que busca eliminar una serie de beneficios que tradicionalmente han favorecido a las rentas de trabajo cuando, simultáneamente, en otras áreas se reduce la tributación de los ingresos de capital mediante la eliminación de la doble tributación o la deducción de la inflación sobre la valorización de activos.

Es importante destacar que durante su discusión en el Congreso la eliminación de rentas exentas y deducciones se modificó en algunos aspectos, en relación con lo propuesto inicialmente por el gobierno. En particular, el legislativo, al tener en consi-

deración las críticas de algunos analistas⁷ exceptuó la tributación a la renta entre otros a: (a) las cesantías y sus intereses; (b) los gastos de representación de los altos funcionarios del Estado y los rectores y profesores de universidades oficiales; (c) el exceso sobre el salario básico percibido por los miembros de las fuerzas armadas. Igualmente, se mantuvo la deducción hasta por \$1.000.000 por intereses y corrección monetaria sobre préstamos para la adquisición de vivienda y sobre los primeros \$170.000 recibidos mensualmente por concepto de pensiones de jubilación, vejez e invalidez. En el caso de las cesantías, la exención se otorgó plenamente a los contribuyentes con un salario mensual promedio inferior a \$300.000, de acuerdo con lo propuesto inicialmente por el ponente. Sin embargo, tal y como lo señaló oportunamente FEDESARROLLO, una ruptura brusca en un nivel particular de ingresos resultaba antitécnica, por lo que el legislativo optó por mantener una parte no gravada en una proporción decreciente para los contribuyentes con ingresos mensuales entre \$300.000 y \$550.000.

De otra parte, en el debate en torno a la propuesta gubernamental se hicieron explícitos los defectos en la construcción inicial de la escala de tarifas. De haberse mantenido la tabla presentada por el gobierno, los beneficios de la reforma hubieran quedado inequitativamente concentrados en los contribuyentes que pertenecen a los rangos bajos y altos de declarantes. Este defecto fue corre-

gido por el ponente, quien propuso una nueva tabla en la que la reducción de las tarifas es general y progresiva. Según estimativos de FEDESARROLLO⁸, dicha reducción es total para los contribuyentes con ingresos mensuales inferiores a \$100.000, entre el 50 y 100% para quienes devengan como salario este último monto, del 20 al 30% cuando los ingresos mensuales son de \$150.000 y del 10 al 20% para el grueso de los asalariados con mayores ingresos. De esta manera, las menores tarifas acompañadas del mantenimiento de ciertas exenciones y descuentos, producirá, sin duda, una reducción en los recaudos por personas naturales.

C. Modificaciones en la tributación de las sociedades

Con el objetivo de lograr una mayor neutralidad y de incentivar al ahorro y la inversión productiva en la economía, se modificó sustancialmente el régimen tributario para las sociedades. Para lograr estos objetivos, la reforma establece una tarifa del 30% para todas las sociedades, independientemente de su naturaleza. Dicha unificación será, sin embargo, gradual; para el año gravable 1986 la tarifa para las sociedades anónimas será del 33%, monto que disminuirá anualmente en un punto porcentual hasta llegar a unificarse con los demás tipos de sociedades. Adicionalmente, para tener derecho a la reducción de las tarifas durante el año gravable de 1986, las sociedades anónimas deberán destinar la totalidad del beneficio obtenido para esta medida a cualquiera

⁷ Véase por ejemplo, *Debates de Coyuntura Económica*, No. 4, FEDESARROLLO, FESCOL, noviembre de 1986.

⁸ Véase FEDESARROLLO, "Un análisis del Proyecto de Reforma Tributaria", en *Debates...*, op. cit.

de las siguientes finalidades o combinación de ellas: (a) aumentar de manera permanente el capital de la empresa; (b) constituir una reserva no distribuible para la expansión del negocio; y (c) adquirir bonos señalados por el gobierno.

Además de las modificaciones en el tratamiento de los intereses, la eliminación de la doble tributación constituye el elemento central en la estrategia que busca lograr una mayor capitalización de las sociedades. Bajo el mecanismo escogido, los dividendos y participaciones percibidos por los socios no constituyen renta ni ganancia ocasional. En este punto, la reforma no recoge las recomendaciones de un grupo amplio de analistas, para los cuales la forma más idónea de eliminar la doble tributación consiste en gravar la totalidad de las utilidades en cabeza de la sociedad, para luego efectuar descuentos proporcionales sobre los impuestos que haya originado su distribución hacia los socios. Alternativamente, la tributación de la totalidad de las utilidades (distribuidas y no distribuidas) se puede efectuar en cabeza de los socios de acuerdo con su participación en la sociedad⁹. En este caso, las empresas simplemente operan como agentes retenedores del impuesto. El canal escogido por el gobierno, que deja exclusivamente en manos de la sociedad el pago del impuesto, elimina por completo la progresividad del sistema, mientras que ésta es mayor cuando se adopta cualquiera de los mecanismos mencionados. Por

otra parte, si las empresas están en capacidad de trasladar los efectos del impuesto elevando precios, la eliminación de la tributación de las utilidades y dividendos recibidos por los socios no sólo reduce la progresividad del sistema —debido a la igualación de las tarifas máximas para personas naturales y jurídicas— sino que convierte al impuesto de renta pagado por las sociedades en un tributo regresivo, asimilable a un impuesto indirecto.

De otra parte, la reforma incluyó una modificación sustancial en el tratamiento tributario de los rendimientos y gastos financieros. Ampliando el mecanismo establecido para el UPAC desde su creación y extendido luego en 1983 a otros activos, la reforma estableció que para las personas naturales y sucesiones ilíquidas, no constituye renta ni ganancia ocasional la parte que corresponde al componente inflacionario de los rendimientos financieros. Dicho componente se determina como la proporción que resulte de dividir la tasa de corrección monetaria por la tasa de interés anual correspondiente. Igualmente, cuando este tipo de contribuyentes soliciten costos y deducciones por gastos financieros, se aplicará el mismo procedimiento para determinar el componente que corresponde exclusivamente a la inflación y que por lo tanto no es deducible. En el caso de las sociedades, la corrección por inflación se hará de una manera gradual. Para el año gravable de 1986 no constituye renta el 10% del componente inflacionario de los rendimientos financieros, en tanto que igual porcentaje no constituye costo o deducción cuando se trate de gastos financieros en moneda nacional o extranjera. Sucesivamente, dicho

⁹ Véase al respecto, Mauricio Carrizosa, *Hacia la recuperación del mercado de capitales en Colombia*, Bogotá: Bolsa de Bogotá, 1986, Cap. III. José Antonio Ocampo y Guillermo Perry, "La reforma fiscal, 1982-1983, *Coyuntura Económica*, marzo de 1983.

porcentaje se elevará anualmente en 10 puntos, hasta alcanzar en 1995 la corrección total por inflación de los rendimientos y gastos financieros. De otra parte, se exceptúa de esta norma a los intermediarios financieros, a las compañías de "leasing" y a los créditos de constructores otorgados por las corporaciones de ahorro y vivienda. Esta distinción, que no fue incluida en el proyecto presentado por el gobierno, es fundamental para garantizar la conveniencia de la medida. Sin embargo, la corrección por inflación no se acompañó de un tratamiento adecuado para los pasivos en moneda extranjera. En efecto, para este tipo de pasivos se dejó abierta a las empresas la alternativa de deducir la totalidad de las pérdidas cambiarias, o la opción de llevar dicha pérdida al mayor valor de los activos depreciables, en ambos casos con obvios beneficios fiscales. De esta manera, la reforma castigó comparativamente el endeudamiento en moneda nacional, creando una situación de privilegio para aquel en moneda extranjera.

Los efectos de este conjunto de medidas sobre el ahorro y la inversión no son evidentes y bien podrían resultar opuestos a los esperados. En el frente del ahorro, el efecto positivo de la reducción en la tributación de las sociedades puede verse atenuado por diversos factores. En primer lugar, si las empresas trasladan los impuestos de renta a los consumidores a través de mayores precios, la reducción en las tarifas implicará un abaratamiento de los bienes y por consiguiente estimulará el consumo, antes que el ahorro. En segundo lugar, la eliminación de la doble tributación propiciará la distribución de las utilidades entre los socios, y por

este canal incentivará también el consumo, en detrimento del ahorro de las empresas, que anteriormente encontraban en la retención de las utilidades una importante fuente de financiamiento.

En materia de inversión, los efectos también son cuestionables. Es claro que la reforma inducirá una recomposición de las fuentes de financiamiento, disminuyendo la importancia del endeudamiento frente a la capitalización. Sin embargo, de esto no se sigue que favorecerá la inversión real. En el mediano plazo, lo más posible es que produzca un desincentivo, porque las empresas se verán obligadas a aplicar sus recursos propios a disminuir sus niveles de endeudamiento. En el largo plazo, cuando este proceso haya concluido, el efecto es incierto, ya que la rentabilidad de los proyectos de inversión puede tanto aumentar como disminuir como resultado conjunto de la no deducibilidad del componente inflacionario de los costos financieros y de las menores tasas de tributación¹⁰.

D. Ajustes por inflación

Además del ajuste sobre los rendimientos y gastos financieros, la reforma incluye otra serie de modificaciones tendientes a reducir la incidencia de la inflación sobre el régimen tributario. En particular, se mantiene el reajuste anual por el 100% de la inflación, medida a través del IPC, de los valores absolutos (o sea, los rangos de ingreso), expresados en las normas relativas a los impuestos de renta y ventas. En este ca-

¹⁰ Véase FEDESARROLLO "Un análisis...", *Op. cit.*

so, a diferencia del régimen anterior, los valores reajustados se darán a conocer al comenzar el año gravable para el cual van a regir. Asimismo, se reitera el mismo tipo de reajuste para el costo de los bienes muebles e inmuebles con carácter de activos fijos. Cuando se trata de activos fijos declarados por personas naturales, la reforma otorga privilegios adicionales, ya que permite postergar hasta el momento de la venta, la valorización resultante de la inflación acumulada desde su adquisición¹¹. De esta manera, los contribuyentes se beneficiarán por no tener que incrementar la base impositiva anualmente, razón por la cual no había sido efectivo este mecanismo. De otra parte, el ajuste en el valor comercial de los activos fijos no se tomará en cuenta para fines catastrales y, en el caso de las acciones que se coticen en bolsa, el ajuste no podrá ser superior al promedio de su precio en bolsa en diciembre de 1986. Por último, cuando se trate de venta en la vivienda adquirida por los contribuyentes con anterioridad a 1987, se mantiene la opción de reducir el impuesto de ganancias ocasionales en una proporción que se incrementa de acuerdo con la antigüedad en la compra del inmueble. Dicha exención será total para inmuebles adquiridos con anterioridad a 1978.

E. Amnistías

En el frente de las amnistías, la reforma otorgó grandes concesiones especialmente en aspectos relacionados con la labor administrativa y con el tratamiento de los patrimonios. En este último caso, para el año gravable

de 1986 se permite incluir activos omitidos y excluir pasivos inexistentes sin que ello ocasione sanciones ni investigaciones, con la condición de que la renta gravable declarada no resulte inferior a la del año inmediatamente anterior. Asimismo, esta amnistía no ampara aquellas situaciones que hayan dado origen a requerimientos especiales notificados con anterioridad a la vigencia de la ley. Adicionalmente, podría llegar a suceder que a través de esta amnistía llegaran a beneficiarse rentas obtenidas durante 1986 que estén representadas en dinero, ya que no es necesario acreditar el patrimonio poseído a finales de 1985.

En relación con los aspectos administrativos, se fallarán a favor del interesado los recursos con más de diez años de interposición. Igual cosa ocurre con los recursos que tengan entre cinco y diez años, cuando el contribuyente pague el 50% del mayor impuesto determinado. Esta medida fue reforzada con el otorgamiento de una amnistía de las demandas presentadas al contencioso administrativo y la exoneración de investigaciones y sanciones para contadores y administradores. De igual manera, se exonera de la liquidación de revisión a las personas naturales, que habiendo presentado su declaración de renta por los años gravables de 1984 y 1985, hubieren cancelado la totalidad del impuesto a cargo a más tardar en febrero de 1987. También fueron exonerados los intereses corrientes y de mora sobre las deudas de impuesto de renta, ventas y timbre. Por último, la reforma otorga una no despreciable amnistía por el pago del 75% del impuesto a las ventas adeudado por las entidades del sector público al entrar en vigencia la ley.

¹¹ Además de adicionar el valor de las mejoras y contribuciones por valorización que se hubiesen pagado.

G. Avalúos catastrales

La reforma tributaria modifica una serie de normas en materia catastral que fueron incorporadas en el Congreso, con base en un articulado que el mismo ponente había presentado al comienzo de la legislatura. En la nueva ley se sustituye el avalúo catastral por el "avalúo fiscal" (60% del primero) para efecto de los impuestos de orden nacional (patrimonio, renta presuntiva, ganancias ocasionales, etc.). Infortunadamente, se retrocede así en forma considerable frente a la Ley 14 de 1983 que establecía el descuento tributario por pagos del impuesto predial, lo cual constituye una forma más técnica de eliminar la cascada tributaria que el nuevo mecanismo del "avalúo fiscal". En particular, con los descuentos se garantizaba que cada predio fuera gravado una sola vez con arreglo a un único criterio que tenía en consideración elementos de progresividad. En cambio, el sistema de "avalúo fiscal", al establecer una exención uniforme y dos tributos, no sólo es menos transparente sino que disminuye la progresividad.

Aparte de definir el concepto de "avalúo fiscal", la nueva reglamentación amplía de 5 a 7 años el período de actualización de catastros establecido por la Ley 14 de 1983 y restringe su reajuste durante los años intermedios del 50 al 90% fijado en dicha Ley a un porcentaje entre el 40% y el 60% del índice de precios de vivienda calculado por el DANE. Más aún, en determinadas circunstancias se faculta a los municipios para utilizar el *avalúo fiscal* como base en el impuesto predial. De acuerdo con lo establecido en la reforma de 1983, el CONPES podrá

revisar y fijar tasas generales o diferenciales para la renta presuntiva, cuando considere que la incidencia de los avalúos catastrales sobre dicha renta sea particularmente onerosa en algunos sectores de la economía. De esta manera, tal y como fue señalado durante el debate, las normas establecidas son antitécnicas ya que además de no garantizar la corrección de la doble tributación sobre los predios, tendrán un efecto desfavorable no sólo sobre los recaudos nacionales sino también sobre las finanzas municipales.

F. Tributación del sector petrolero

Aparte de la plena tributación a la renta por parte de Ecopetrol, la reforma incluye algunas modificaciones en los gravámenes al sector petrolero. En particular, se eliminaron las exenciones normal y especial a que tenían derecho algunas explotaciones pese a haber terminado la amortización total del costo de las respectivas inversiones. Sin embargo, se mantiene el requisito de reinversión para las empresas que hubieren hecho uso de dichas exenciones, so pena de gravar la parte no reinvertida.

Adicionalmente, la reforma cobija la resignación a favor de la Nación de 8 puntos porcentuales de las regalías que Ecopetrol pacte en los contratos de asociación. A su vez, cuando se trate de sus propias operaciones, Ecopetrol deberá pagar al gobierno nacional por concepto de regalías un monto no inferior al 20% de sus utilidades comerciales. Este drenaje de recursos de Ecopetrol podrá tener repercusiones negativas sobre las actividades de exploración cuando simultáneamente se registra un retroceso en la perforación de pozos en el país

por parte de las compañías extranjeras. Con el fin de evitar una nueva insuficiencia de petróleo a mediados de la próxima década, Ecopetrol debe liderar, por su cuenta, las inversiones en perforación con el objetivo de incrementar las reservas probadas en el país. Sin embargo, la reasignación de las regalías no contribuye al logro de este objetivo, como lo expresó Ecopetrol. Por esta razón, se facultó al CONPES para decidir sobre la utilización de dichas regalías con el fin de atenuar su impacto desfavorable sobre la situación financiera de Ecopetrol y, por ende, sobre la actividad exploratoria nacional.

H. El impacto sobre los recaudos

Según los estimativos gubernamentales, las disminuciones en el recaudo tributario que originarán algunas de las modificaciones introducidas se verán compensadas por otras medidas incluidas en la nueva Ley tributaria, de forma que el efecto sobre recaudos será, cuando menos, neutro. Dichos estimativos no pueden ser cuidadosamente evaluados debido a inexistencia de información. Sin embargo, una revisión de la proyección gubernamental puede resultar ampliamente ilustrativo (Cuadro III-7).

Con seguridad, la medida que individualmente causará un menor recaudo será la reducción en las tarifas para personas naturales, medida que se acompaña con una disminución de la retención sobre salarios. Estas dos modificaciones acarrearán una disminución de los recaudos de 1987 en aproximadamente \$45.500. Adicionalmente, tendrán un efecto negativo sobre la tributación: (a) la disminución de las tarifas (del 40% al 33%) para las sociedades anónimas;

(b) la eliminación de la doble tributación de participaciones y dividendos, así como la reducción en las retenciones asociadas a estos conceptos; (c) la eliminación del gravamen sobre el componente inflacionario de los rendimientos financieros, en su totalidad para las personas naturales y en un 10% para las sociedades no financieras; (d) la eliminación de la cesión de rentas y del impuesto por renta de goce; (e) la reducción de los anticipos como resultado de las menores tarifas y (f) otras medidas entre las cuales se incluyen la eliminación de la limitante sobre pagos por compensaciones a favor de los socios de las sociedades limitadas, el mantenimiento de la exención de ganancia ocasional para viviendas adquiridas con anterioridad a la vigencia de la reforma, etc. Según se aprecia en el Cuadro III-7, la disminución probable en el recaudo atribuible a este grupo de medidas será de aproximadamente \$54.844 millones, con lo que el efecto total de las medidas que causan un menor recaudo será de \$100.344 millones.

En la reforma, este efecto se trata de compensar con la adopción de ciertas disposiciones que aumentan el recaudo. Entre éstas, merecen destacarse: (a) el aumento en la tarifa de importenta para las sociedades limitadas (del 18 al 30%); (b) la eliminación de los descuentos tributarios para personas naturales y jurídicas; (c) la eliminación y limitación de algunas deducciones para las personas naturales, entre las que se destacan la limitación de las deducciones para los profesionales independientes al 50% de sus ingresos brutos y al 90% para los constructores; (d) la eliminación de buena parte de las rentas exentas de personas naturales

CUADRO III-7
IMPACTO ESPERADO SOBRE LOS RECAUDOS EN 1987
DE LA REFORMA TRIBUTARIA
(Millones de pesos)

I. DISMINUCIONES TOTALES	100.344
A. Disminución en tarifas imponible	62.594
— Personas naturales	29.700
— Retención sobre salarios	15.800
— Sociedades anónimas	14.494
— Cajas de compensación y fondos de empleados	300
— Efecto sobre anticipos	2.300
B. Menor ganancia sobre los rendimientos financieros	4.900
— Personas naturales	1.800
— Sociedades	3.100
C. Eliminación de la doble tributación	18.250
— Participaciones	10.000
— Dividendos	2.200
— Efecto conjunto sobre retenciones	6.050
D. Menores compensaciones a favor de los socios de limitadas	13.100
E. Otras	1.500
II. AUMENTOS TOTALES	121.650
A. Aumento en tarifas para sociedades limitadas	18.000
B. Eliminación de los descuentos tributarios	30.700
C. Eliminación y limitación de algunas deducciones	10.000
D. Eliminación de exenciones y su efecto sobre retenciones	15.200
E. Gravamen pleno a las ganancias ocasionales de las sociedades	3.400
F. Incremento en retenciones	36.600
G. Nuevas empresas públicas (TELECOM) como contribuyentes	2.800
H. Aumento en los ingresos de los socios de limitadas	4.950
III. Efecto Neto (II-I)	21.306

Fuente: D.I.N. Min-Hacienda.

y jurídicas y su efecto sobre retenciones para el primer grupo de contribuyentes; (e) la aplicación plena del gravamen sobre las ganancias ocasionales de las sociedades, y (f) la inclusión de algunas empresas públicas (TELECOM) como nuevos contribuyentes del impuesto de renta.

Asimismo, la reforma otorgó al gobierno la facultad de establecer nuevas retenciones en la fuente por compras, honorarios, loterías, comisio-

nes, intereses y servicios dentro de los 2 años siguientes a la fecha de promulgación de la nueva Ley y en un monto que no supere el 3% de los respectivos pagos o bonos. En uso de esta atribución, el gobierno podrá incrementar los recaudos en aproximadamente \$36.600 millones, de forma que esta facultad constituye la principal medida compensatoria. En suma, los estimativos gubernamentales proyectan aumentos totales de \$121.650 millones en la tributación,

como efecto de las medidas que generan un mayor recaudo. En términos netos, la reforma generaría así un incremento de \$21.306 millones en los ingresos corrientes del gobierno central. Es importante señalar, sin embargo, que dichos resultados pueden estar sobreestimados ya que el margen para establecer nuevas retenciones, la principal fuente de crecimiento en los recaudos, será reducido, puesto que durante 1985 y 1986

su cobertura se amplió sustancialmente, constituyendo, como vimos, el componente más dinámico de la tributación interna en el país. Además, es posible que no se capte la totalidad del beneficio esperado por la eliminación de los descuentos tributarios, ya que una porción importante de los mismos ya no estaba siendo utilizada por los contribuyentes no declarantes.

Moneda y Crédito

I. INTRODUCCION

En 1986, la política monetaria sorteó con éxito la amenaza de desbordamiento de los medios de pago que enfrentó la economía a raíz del gran crecimiento en las reservas internacionales asociado con la bonanza cafetera. La bonanza ha tocado a su fin, sin embargo, y es preciso enfrentar nuevos desafíos hacia el futuro. Debido a la nueva situación en el sector externo, originada por la caída en los precios del café y por el fracaso del pacto de cuotas, la economía está amenazada por una posible recesión. En estas condiciones, se impone adelantar una política anticíclica de carácter expansivo para lo cual en materia monetaria se propone un paquete de medidas para ampliar la irrigación de crédito primario, mantener las tasas de interés a niveles bajos mediante el restablecimiento de los controles administrativos y facilitar la generación de crédito bancario disminuyendo el encaje legal sobre las exigibilidades del sistema financiero.

II. LOS AGREGADOS MONETARIOS Y LA POLITICA MONETARIA EN 1986

En 1986 los medios de pago crecieron 22.80/o respecto del saldo a finales del año anterior. Este crecimiento es el resultado de un aumento del 28.20/o en la base monetaria y un descenso de 4.20/o en el multiplicador monetario. Por su parte, la oferta monetaria ampliada creció el 28.80/o y, en su interior, el componente de los cuasidineros lo hizo en 32.80/o.

Las cifras anteriores evidencian que la política de control monetario cumplió con la meta de contener el crecimiento de los medios de pago, como lo requería la situación de bonanza, en la cual el crecimiento de las reservas internacionales amenazaba con resolverse en desbordamiento monetario. Si se examina el Cuadro IV-1, el cual relaciona los cambios en la base monetaria entre diciembre de 1985 y diciembre de 1986, se puede apreciar cómo se combinaron los

efectos de la política monetaria y el comportamiento de los agentes económicos para producir los resultados arriba señalados.

Como es bien sabido, la fuente principal de crecimiento de la base monetaria fueron las reservas internacionales, las cuales aumentaron en el equivalente de \$373.429 millones. Si no se hubiese llevado a cabo un esfuerzo de neutralización de dicho crecimiento, la base hubiese crecido en 90.6% respecto de su valor en diciembre de 1985.

Para contrarrestar el notable incremento en las reservas internacionales, la política monetaria buscó disminuir la irrigación de crédito doméstico y aumentar los saldos de los pasivos no monetarios. Empero, a pesar de que varios de sus rubros exhibieron un comportamiento contraccionista, el crédito doméstico contribuyó a la expansión de la base con el 3.9% de la misma (\$15.949 millones).

El crédito neto a la Tesorería se contrajo en \$45.716 millones, pero el crédito al resto del sector público creció en \$30.459 millones, un aumento inusitado que obedeció, principalmente, a la puesta en operación de los mecanismos de sustitución de deuda externa por deuda interna, en beneficio de algunos institutos descentralizados. En su calidad de administrador del Fondo de Monedas Extranjeras (FODEX), el Banco de la República pagó obligaciones externas de institutos descentralizados, subrogando a su favor todos los derechos que correspondían a las entidades prestamistas del exterior. En desarrollo del contrato correspondiente, el Banco registró al final del año créditos a instituciones descentraliza-

das por la suma de \$34.917 millones. Sin embargo, en definitiva, estas operaciones de financiamiento a través del FODEX no tuvieron efecto monetario alguno, ya que simplemente impidieron que aumentara aún más el saldo de las reservas internacionales por concepto de las exportaciones de café. Este se logró en desarrollo del Acuerdo Cafetero, transfiriendo parte de los excedentes de origen externo al FODEX, quien a su vez los destinó a cancelar deuda externa de las entidades descentralizadas.

El crédito bruto a los bancos se redujo en \$16.729 millones. A este resultado contribuyó, de una manera importante, la disminución de \$19.324 millones en la utilización por parte de los bancos del cupo extraordinario de redescuento. Otra operación de crédito que vale la pena destacar en este rubro fue la utilización del cupo de capitalización y democratización de las instituciones financieras establecido por las Resoluciones 42 de 1983 y 60 de 1984 de la Junta Monetaria. El saldo de estos redescuentos se elevó en \$14.101 millones. Por otra parte, en desarrollo de la Resolución 33 de 1984, hubo también un aumento importante en la intermediación de recursos destinados a pagar en el futuro la deuda externa del sector privado, lo cual tuvo un carácter ligeramente contraccionista, puesto que la colocación de Títulos Canjeables con ese propósito superó el monto de los créditos concedidos para adquirirlos.

El crédito a las entidades de fomento fue notablemente expansionista (\$ 62.196 millones). Entre las transacciones involucradas en este rubro se destaca el crédito al Fondo

CUADRO IV-1
ORIGEN DE LA BASE MONETARIA Y SU VARIACION EN 1986
(Millones de pesos)

	1985	1986	Variaciones	
			Absolutas	Relativas ¹ (%)
A. Activo Banco de la República	680658	1071583	390925	94.8
1. Reservas internacionales	339438	712867	373429	90.6
2. Crédito doméstico	335582	351531	15949	3.9
— Neto al gobierno	227806	212549	-15257	- 3.7
— Bruto a bancos	63851	47122	- 16729	- 4.1
— Bruto a entidades de fomento	42137	104333	62196	15.1
— Bruto al sector privado	1788	- 12473	- 14261	3.5
3. Otros activos netos	5638	7185	1547	0.4
B. Pasivos no monetarios	276588	553571	276983	67.2
1. Operaciones de mercado abierto	56	79717	79661	19.3
2. Certificados de cambio	72564	34809	-37755	9.2
3. Depósitos de giro	49019	61481	12462	3.0
4. Resoluciones 28 y 60 de 1984	29345	36402	7057	1.7
5. Obligaciones externas a largo plazo	57586	92431	34845	8.5
6. Otros	68018	130331	62313	15.1
7. Acuerdo cafetero	—	118400	118400	28.7
C. Moneda de Tesorería en circulación	8135	10622	2487	0.6
D. Base monetaria (A-B+C)	412205	528634	116429	28.1

¹ Con respecto, en todos los casos, al valor total de la base en 1985.

Fuente: Banco de la República.

de Garantías de las Instituciones Financieras, al cual el Banco de la República otorgó préstamos por la suma de \$29.362 millones provenientes de recursos de origen cafetero, en desarrollo del Acuerdo de enero. Del total de los préstamos de este Fondo, el 51% se destinó a apoyo patrimonial al Banco de Colombia y el 24% a favor de la Corporación Granfinanciera. Por su parte, el crédito neto al FAVI aumentó en \$17.243 millones, debido, sobre todo, a que, como ya es costumbre, el Banco de la Repú-

blica financió el déficit de disponibilidad del FAVI para atender la baja estacionalidad de depósitos de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, en el mes de diciembre. Por su parte, el crédito a las corporaciones financieras aumentó en \$13.166 millones y el crédito neto a los fondos financieros se incrementó en \$5.351 millones. Finalmente, el crédito al sector privado contribuyó a los propósitos de contracción al disminuir en \$14.261 millones.

Pasando al capítulo de pasivos no monetarios, es preciso señalar que el esfuerzo contraccionista se benefició del crecimiento de éstos, que fue equivalente al 67.20% del valor de la base a fines de 1985. El fenómeno más notable en este terreno fue el aumento del saldo de las operaciones con títulos del Banco de la República (\$221.416 millones) que por sí sólo originó una contracción equivalente al 53.70% del valor de la base. Las operaciones se llevaron a cabo con cuatro papeles, a saber, Certificados de Cambio, Títulos de Regulación del Excedente Cafetero, Títulos de Participación y Títulos Canjeables por Certificados de Cambio. El primero de los papeles mencionados tuvo un desempeño expansionista (\$37.755 millones), debido a que, al disminuir las expectativas de devaluación, los tenedores de Certificados de Cambio prefirieron liquidarlos. Los Títulos de Regulación del Excedente Cafetero contribuyeron, en cambio, de una manera significativa a la contracción: la Federación Nacional de Cafeteros, en su carácter de administradora del Fondo Nacional del Café, suscribió títulos de este tipo por un valor de \$87.297 millones, distribuidos en \$56.399 millones en clase A y \$30.898 de clase B, que en buena parte se destinaron a financiar las operaciones del FODEX descritas arriba. Por su parte, el saldo de Títulos de Participación se incrementó en \$80.129 millones, de los cuales \$30.960 millones (el 38.60%) fueron suscritos por la Federación de Cafeteros, \$13.472 millones (160%) por los bancos y el resto (\$35.697 millones) por otras entidades. Finalmente, el saldo de los Títulos Canjeables por Certificados de Cambio aumentó en \$91.746 millones. Aquí se destacan las nuevas suscripciones rea-

lizadas por las empresas privadas (\$65.070 millones, o sea el 70.90%) y por las entidades oficiales y del sector eléctrico (\$26.698 millones).

El segundo factor en importancia en el interior de los pasivos no monetarios fue el crecimiento de la deuda externa del Banco de la República en la suma de \$34.485 millones, por efecto del desembolso de US\$100 millones del crédito Jumbo en cabeza del Emisor y por la valorización de obligaciones en moneda extranjera ya existentes. Le sigue en magnitud la contracción hecha a través de los pasivos con el sector privado, representados fundamentalmente por los depósitos previos de giro llevados a cabo por los importadores. Como se puede ver, el papel de estos depósitos fue secundario, por contraste con el que desempeñaron en la bonanza de la década pasada. Como lo señala la Contraloría General de la República¹, en la bonanza del año pasado los importadores se encontraron con una situación en la cual, el hecho de estarse sosteniendo una tasa de cambio real alta eliminaba el atractivo que habían tenido los depósitos en la anterior bonanza, que tenía su raíz en la circunstancia según la cual los precios de los bienes importados crecían a un ritmo inferior a los de los producidos domésticamente.

Como se puede apreciar a partir de todo lo anterior, el esfuerzo de contracción hecho por la autoridad monetaria descansó fundamentalmente sobre las operaciones con pasivos no monetarios. El elemento principal en el éxito de estas operaciones fue la

¹ *Informe Financiero*, diciembre de 1986, p. 100.

ejecución del acuerdo cafetero suscrito entre los productores del grano y el gobierno, en enero de 1986. En su desarrollo, el gremio cafetero suscribió títulos del Banco de la República por un valor total de \$118.256 millones, equivalente al 53.4% de las nuevas suscripciones durante el año. Que se hubiese contado con el acuerdo como instrumento para fortalecer las operaciones de mercado abierto fue tanto más afortunado cuanto que la política de control monetario se enfrentaba con una seria restricción derivada de la poca viabilidad que tenía una política de aumento en los encajes legales en razón de las dificultades enfrentadas por el sector financiero, el cual no se ha recuperado plenamente de la crisis que lo azotó en años anteriores. Tampoco estaba abierta la puerta de la revaluación como un medio de que la acumulación de reservas internacionales se resolviera en un menor aumento de la base monetaria, pues el equilibrio del sector externo requería que se mantuviera el logro de haber eliminado el retraso cambiario previamente existente. Por cierto que el cambio en la coyuntura externa del país a raíz de la caída en los precios del café viene a poner de presente que fue correcta la decisión de acumular reservas, fundada en la convicción de que la bonanza sería transitoria.

Debe señalarse, sin embargo, que sólo en el último trimestre, y particularmente en el mes de diciembre, logró la autoridad monetaria desacelerar significativamente la tasa de crecimiento de los medios de pago. Como se recordará, la tasa de crecimiento de M_1 estaba en el orden del 40% en julio, disminuyó a 30% en noviembre y en diciembre cayó, brusca-

mente, a 22.8%. Este descenso se logró gracias a la política de atacar frontalmente el crecimiento estacional de diciembre, política que queda como una lección interesante de la experiencia de este año, para ser aplicada cuando se presenten situaciones similares en el futuro. La medida clave para combatir el crecimiento estacional fue la elevación de los costos del cupo ordinario y del desencaje, con lo cual se encarecieron recursos que tradicionalmente habían sido relativamente baratos.

A pesar de que la política monetaria centró sus baterías en la reducción de la liquidez primaria, el multiplicador monetario también descendió, como ya se informó arriba, en 4.2% (de 1.558 a 1.492). Este resultado se logró gracias al aumento en el coeficiente de reservas (de 0.390 a 0.452) que compensó el efecto expansionista del bajo crecimiento del efectivo en poder del público (18.9% en 1986, comparado con 25.7% en 1985). Al primero de estos fenómenos contribuyó la elevación de los encajes sobre los depósitos de los establecimientos públicos del orden nacional, los mayores encajes de los depósitos especiales y la ya mencionada elevación de los costos del cupo ordinario y del desencaje.

III. LAS PERSPECTIVAS Y PROBLEMAS DE LA POLÍTICA MONETARIA Y FINANCIERA EN 1987

El agudo deterioro de los precios externos del café ha determinado un cambio notable en las perspectivas generales de la economía colombiana, que exige revisar los criterios del

manejo monetario y financiero. Como se subraya en otros capítulos del Análisis Coyuntural de esta Revista, el significado macroeconómico fundamental del desplome de los precios cafeteros es la aparición de un "choque" exógeno de demanda de signo adverso, el cual, por el peso del componente correspondiente de la demanda agregada (el valor interno de la cosecha cafetera), como por los efectos multiplicadores que le son propios, debe resultar en una contracción del gasto agregado en bienes nacionales. Esta pérdida de dinamismo de la demanda agregada conduciría a revertir el proceso de recuperación de la actividad productiva que ha vivido el país desde principios de 1986, si no se toman las medidas apropiadas de política para evitarlo. Las políticas monetarias y financieras deben contribuir así a estimular la demanda agregada, asegurando una irrigación adecuada de liquidez a la economía, buscando reducir los costos financieros con miras a estimular la producción y la inversión y concediendo un mayor margen de generación de crédito al sector bancario para consolidar su recuperación y facilitar el logro de los propósitos anteriores.

En línea con esta argumentación, en la primera parte de esta sección se analizan las posibilidades de crecimiento de la base monetaria en 1987, teniendo en cuenta la caída esperada de reservas internacionales y los compromisos de utilización del margen monetario. La principal conclusión que se deriva de ese ejercicio es que, no obstante el efecto contractivo que implica la caída en el saldo de las reservas en dólares, no existe prácticamente ningún margen de acción para elevar la asignación de

crédito primario neto de manera discrecional, porque la totalidad del margen posible de expansión de la base ya se encuentra comprometido. Esto sugiere que, si bien el mantenimiento de la liquidez primaria no constituirá un área especialmente difícil para la política económica en el presente año, tampoco ejercerá un papel central en el desarrollo de una política anticíclica. En cambio, en materia de controles a las tasas de interés, en la parte siguiente de la sección se muestra que existen condiciones macroeconómicas y financieras propicias para lograr una nueva reducción por la vía administrativa. Al respecto se hace énfasis en que la reforma tributaria debe facilitar este proceso al reducir la demanda de recursos prestables y aumentar su oferta. Así las cosas, se plantea que la tasa efectiva de interés de captación puede situarse en 30.14% y la de colocación en 38%, es decir más de dos puntos por debajo de los límites establecidos en enero de 1986. Se señalan además las medidas complementarias que deben tomarse para asegurar la efectividad de esta decisión, dentro de un marco de globalidad de los efectos y flexibilidad del manejo posterior. Por último, en relación con el encaje de los bancos, se argumenta que es conveniente una reducción de unos 2 a 3 puntos en el coeficiente efectivo, dejando inalterado el margen global de intermediación bancario y facilitando la disminución propuesta de las tasas de interés.

A. Perspectivas de la base monetaria en 1987

De acuerdo con las proyecciones de balanza de pagos elaboradas por diversas entidades, es de esperar que

en 1987 se produzca una caída de reservas internacionales entre los US\$300 y los US\$500 millones. Estas cifras resultan consistentes con las perspectivas de la cuenta corriente que se discuten en el capítulo de Sector Externo y el desenvolvimiento previsible de las operaciones de capital. La disminución del monto de las reservas internacionales será un factor de contracción de la base, en una cuantía que estará alrededor de los \$104.800 millones, si se toma una cifra intermedia entre las dos citadas y se supone una tasa de cambio media de \$262 por dólar. Si, por otra parte, se admite como meta de crecimiento de la base monetaria el 23% (el año anterior fue 28%), se deduce que, en principio, se cuenta con un margen de expansión del orden de los \$220.000 millones, que podrá ser utilizado aumentando la irrigación de crédito de origen primario o disminuyendo el saldo de los pasivos no monetarios del Emisor.

Un análisis muy somero de la posible evolución de los diferentes rubros que componen la base revela, sin embargo, que en la práctica dicho margen ya se encuentra asignado en su totalidad y que, por consiguiente, la política monetaria tan sólo tiene campo de acción para modificar su distribución entre los agentes económicos involucrados. Para mostrar que esto es así, se ha construido el escenario hipotético de expansión de la base monetaria que aparece como Cuadro IV-2.

En este cuadro se destaca, en primer lugar, que las reservas internacionales, valoradas en pesos aumentarán en cerca de \$66.000 millones, debido a que el efecto contractivo

producido por la disminución de su monto en dólares quedará contrarrestado por la valorización del saldo. En parte, ésta es sólo una operación contable que no genera emisión y que por lo tanto, aparece contrarrestada con la valorización de algunas otras partidas de la base monetaria que también tienen componentes en dólares. Entre ellas cabe destacar una variedad de operaciones de esterilización monetaria que forman parte de los pasivos no monetarios, tales como las colocaciones de Certificados de Cambio y Títulos Canjeables por Certificados de Cambio, o como las obligaciones externas de largo plazo del Banco de la República. Sin embargo, en parte también, la valorización de las reservas internacionales constituye una ganancia para la Cuenta Especial de Cambios, y a través de este canal sirve para financiar los egresos de dicha cuenta por las operaciones con títulos del Emisor y otros gastos, que sí son emisión efectiva. De existir alguna ganancia en las operaciones de la CEC, como posiblemente ocurrirá en 1987, quedan unos remanentes que no son emisión, y los cuales se dirigen al Fondo de Estabilización Cambiaria y el Fondo de Inversiones Públicas, que aparecen formando parte del rubro de "otros pasivos no monetarios".

En segundo término, puede apreciarse que a través de la generación de crédito doméstico de origen primario se utilizarán unos \$107.000 millones del margen disponible. En este cálculo se supone que el déficit del gobierno central en 1987 —estimado en \$66.000 millones en el capítulo de Actividad Económica General de esta revista— será financiado en \$17.000 millones con recursos de

CUADRO IV-2

ESCENARIO HIPOTETICO DE EXPANSION DE LA BASE MONETARIA EN 1987
(Miles de millones de pesos)

	1986	1987	Variación	
			Absoluta	Relativa (%)
A. Reservas internacionales	712.9	779.2	66.3	9.3
B. Crédito doméstico ^a	358.7	465.6	107.0	29.8
1. Crédito al sector público	212.5	291.5	79.0	37.2
2. Crédito a bancos	47.1	55.1	8.0	17.0
3. Crédito a entidades de fomento	104.3	139.3	35.0	33.6
4. Crédito al sector privado	- 12.5	- 12.5	0.0	-
5. Otros activos netos ajustados	7.2	- 7.8	- 15.0	-
C. Pasivos no monetarios	553.6	623.6	70.0	12.6
1. Operaciones de mercado abierto	79.7	88.7	9.0	11.2
2. Certificados de cambio	34.8	45.8	11.0	31.6
3. Depósitos de giro	61.5	76.5	15.0	24.4
4. Resoluciones 28 y 60 de 1984	36.4	45.4	9.0	24.7
5. Obligaciones externas de largo plazo	92.4	115.4	23.0	24.9
6. Acuerdo cafetero	118.4	101.4	- 17.0	- 14.3
7. Otros pasivos no monetarios	130.6	150.6	20.0	15.3
D. Moneda de Tesorería	10.6	12.6	2.0	18.9
E. Base monetaria (A+B-C+D)	528.6	633.8	105.3	19.9

^a Incluye otros activos netos ajustados.

Fuente: Estimativos FEDESARROLLO a partir de estadísticas del Banco de la República para 1986.

origen cafetero que el Fondo Nacional del Café le adeuda al gobierno, y la parte restante con disminución de los depósitos que la Tesorería tiene actualmente a su disposición en el Banco de la República. Se supone igualmente que las demás entidades del sector público utilizarán crédito primario por otros \$30.000 millones, también a cuenta de recursos congelados en la actualidad en el emisor y a través de los mecanismos de financiación de sus obligaciones externas. Con estas sumas se llega así a una utilización de recursos primarios por

parte del sector público estimada en \$79.000 millones, como aparece en el cuadro. El resto de la generación prevista de crédito primario resulta de las necesidades de financiamiento de los fondos financieros —el Agropecuario en particular— y algunas operaciones ya establecidas con el sector financiero.

Por último, en relación con los pasivos no monetarios, se advierte que habrá un efecto contractivo neto de unos \$70.000 millones, que en parte compensa la expansión de las reser-

vas internacionales valoradas en pesos y el crédito doméstico. Como ya se explicó, este efecto contractivo resulta en su mayor parte de la valoración de operaciones de esterilización monetaria denominadas en dólares, y tiene por consiguiente un carácter más contable que práctico. Las variaciones restantes en los pasivos no monetarios resultan de suponer que no se alteran los criterios de manejo de la política monetaria en materia de colocación de títulos. Esta implicará mantener el saldo actual de las operaciones de mercado abierto propiamente dichas y dejar inalteradas las condiciones de operación de los demás pasivos no monetarios. En consecuencia, aumentará ligeramente la colocación de Certificados de Cambio por efecto de las mayores expectativas de devaluación, los depósitos de giro como resultado de las mayores importaciones y la devaluación, y los títulos de Resoluciones 28 y 60 por efecto del crecimiento vegetativo del encaje requerido, del cual pueden representar hasta siete puntos. En relación con el Acuerdo Cafetero, se ha supuesto que se mantiene el saldo actual de los títulos suscritos, excepto en la cuantía ya mencionada de los \$17.000 millones que se adeudan al gobierno. Esto es consistente, a su vez, con un resultado financiero relativamente equilibrado de las operaciones del Fondo Nacional del Café en 1987, como parece razonable suponer dadas las posibilidades de las ventas externas y el actual nivel efectivo del precio interno del grano.

El resultado de este ejercicio hipotético es que, dados los supuestos mencionados, la base monetaria crecería en un 20% aproximadamente,

ocupando así prácticamente todas las posibilidades de expansión para llegar al 23% de aumento. Aun cuando estos cálculos están sujetos a márgenes de error resultantes de la sencillez de los supuestos utilizados, muestran en todo caso que las nuevas perspectivas del sector externo no darán origen en 1987 a una situación deflacionaria desde el punto de vista monetario, que tendría que ser corregida con un esfuerzo explícito de expansión de la liquidez. Bastará con una política monetaria de carácter pasivo, que no implica modificar los criterios de manejo actuales, para conseguir un crecimiento de la base monetaria en línea con las necesidades de liquidez de la economía. En desarrollo de esta política, las autoridades monetarias podrán satisfacer los requerimientos de financiamiento de la Tesorería para que el gobierno aumente en un 44% el gasto en inversión y mantenga la tendencia de crecimiento vegetativo del gasto en funcionamiento, de acuerdo con los estimativos de gasto discutidos en el capítulo de Actividad Económica General. De esta manera, la política monetaria podrá contribuir a compensar parcialmente el retroceso de la demanda, como también lo hará irrigando crédito adicional para fines de fomento, según se tiene previsto. Así las cosas, puede decirse en conclusión que el mantenimiento de la liquidez primaria necesario para contribuir al estímulo de la demanda de manera no inflacionaria puede lograrse sin alterar en forma apreciable las bases de manejo actual de la política monetaria. El manejo de la liquidez primaria no constituye así un área especialmente crítica para la política económica en 1987.

B. Las tasas de interés

Sin embargo, la política anticíclica que la coyuntura actual requiere no debe limitarse a mantener la liquidez de la economía, sino que debe extenderse a las variables financieras, para estimular por este canal la producción, propiciar la inversión y apoyar el proceso de recuperación del sistema financiero. En esta dirección, es preciso insistir en la necesidad de mantener bajas las tasas de interés, por medio del restablecimiento de los controles administrativos sobre las mismas.

El clima económico general es apropiado para la adopción de límites administrativos a las tasas de interés de captación y colocación de los intermediarios financieros. Los factores de mercado que contribuyen a la determinación del nivel de las tasas de interés se mueven en un sentido favorable a la adopción inmediata de dichos límites. Analizando la coyuntura presente, el restablecimiento de los controles es posible y oportuno por las razones que se discuten a continuación.

En primer lugar, existe un elemento nuevo de la situación económica, del cual debe esperarse una influencia importante sobre las tasas de interés, en el sentido de su disminución. Nos referimos a los efectos de la reforma tributaria aprobada en diciembre del año pasado por el Congreso Nacional. Como es bien sabido, la reforma establece la exoneración del gravamen impositivo sobre la parte que corresponde al componente inflacionario de los rendimientos financieros que provengan de entidades sometidas a la vigilancia de la Superintendencia Bancaria, de títulos de deuda

pública, bonos y papeles comerciales de sociedades anónimas. La exoneración se estableció tanto para las personas naturales (de una manera inmediata), como para las sociedades (en cuyo caso va a operar de una forma gradual). La consecuencia esperable es un aumento del ahorro financiero por parte de las familias y las empresas, lo cual debe generar una presión hacia abajo de las tasas de interés. Además, la reforma eliminó la doble tributación para socios y accionistas de las empresas y la posibilidad de deducir como costo el componente inflacionario de los pagos de intereses, medidas con las cuales se busca promover la capitalización de las empresas y disminuir el recurso de las mismas al endeudamiento como forma de financiación. A pesar de las limitaciones técnicas de los instrumentos adoptados para lograr el anterior objetivo², puede razonablemente esperarse que la adopción de la medida en cuestión conduzca a una disminución de la demanda de fondos prestables, lo cual también se traduciría en una presión hacia abajo sobre las tasas de interés.

En segundo término, el crecimiento estacional de la liquidez asociado normalmente con los primeros meses del año ya se ha manifestado en una mayor oferta tanto en el mercado de dinero de corto plazo como en el de préstamos hacia la baja, como lo demuestra el que la tasa de interés promedio de los depósitos a término de los bancos y las corporaciones financieras para la semana del 16 al 22 de

² Ver un análisis de tales limitaciones en FEDESARROLLO "Un Análisis del Proyecto de Reforma Tributaria" en FEDESARROLLO y FESCOL, "El Proyecto de Reforma Tributaria", *Debates de Coyuntura Económica*, No. 4, noviembre, Bogotá, pp. 3-17.

marzo fue 25.80%, retornando así a valores que no se habían presentado desde junio de 1986.

En tercer lugar, nada indica que estemos ante un cambio estructural en el proceso inflacionario, que implique una modificación de las expectativas inflacionarias y, por esta vía, induzca un ajuste de la tasa de interés nominal. Si se examina el estado actual de los rendimientos financieros antes de impuestos de los activos líquidos rentables y si se supone que las expectativas de inflación para el presente año son del 22% de crecimiento anual del Índice de Precios al Consumidor, se encuentra que, con la sola excepción de los depósitos de ahorro tradicionales y de las cuentas UPAC, todos los activos financieros exhiben rendimientos reales positivos. De tal manera que tampoco en este terreno deben esperarse presiones hacia el alza de las tasas de interés.

En cuarto y último término, tampoco debe esperarse una presión significativa hacia el alza proveniente de las operaciones de mercado abierto, pues como ya se ha señalado arriba, la política monetaria podrá seguir una conducta pasiva para mantener inmodificados los saldos en circulación.

Sólo en un aspecto la política de restablecer los límites a las tasas de interés parece contener un elemento de riesgo. Es el que se refiere a la relación entre la tasa de interés doméstica y la tasa de interés externa de paridad (que resulta de combinar la tasa de interés en el mercado internacional y la devaluación esperada doméstica). Aunque la conjunción de menores tasas de interés internacio-

nales, un ritmo de devaluación más moderado del año anterior (comparado con el de 1985) y el ascenso de la tasa doméstica durante el segundo semestre de 1986 hicieron que la tasa de paridad externa y la doméstica se mantuvieran a niveles comparables entre sí en el pasado inmediato, existe la posibilidad de que se establezca una brecha de alguna consideración si las expectativas del público se orientan hacia una mayor devaluación. Lo anterior plantea, así, un problema delicado de coordinación entre una política de control de las tasas de interés y la política cambiaria. Por el momento, la tasa de interés doméstica y la de paridad están a niveles comparables. En efecto, la tasa efectiva correspondiente a la "nominal" arriba referida para los CDT's, que es de 30.6%, está todavía por encima de la tasa de paridad externa, si se supone que la devaluación esperada coincide con la efectiva en el último trimestre (23.4%, aproximadamente) y se tiene en cuenta que los certificados de depósito a término a tres meses de los bancos norteamericanos pagaban 5.56% hacia mediados de marzo. Esto quiere decir, que existen también razones financieras para mantener el ritmo de devaluación a un nivel que no debe ser muy superior al actual, reforzando así las razones de tipo real y fiscal discutidas en el capítulo del Sector Externo de esta revista.

Por último, aunque este no es el lugar para discutir en detalle la cuestión de la conveniencia y necesidad de una política permanente de control de las tasas de interés, sí es apropiado traer a colación un aspecto de la discusión que no ha sido puesto de relieve en la literatura existente. Este aspecto es el siguiente: con frecuen-

cia se piensa que el control sobre las tasas de interés es una medida contraria a los intereses de los bancos, por cuanto obstaculiza la maximización de ganancias por parte de los mismos. Empero, esta es apenas una verdad a medias, en la medida en que desconoce que una política de control no sólo implica limitaciones sino también ventajas bien definidas que pueden contribuir a elevar la rentabilidad bancaria. Es preciso llamar la atención sobre tres de tales ventajas. En primer lugar, la existencia de tasas de interés más bajas debería significar un mayor volumen de captación de recursos baratos para los bancos comerciales. En efecto, es bien sabido que una reducción en la tasa de interés debe conducir a un aumento de la demanda de medios de pago y, en particular, de la demanda de depósitos en cuenta corriente. La mayor captación de depósitos en cuenta corriente que se haría posible a una tasa de interés más baja significaría un mayor volumen de captación precisamente del tipo de recursos cuyo costo financiero para los bancos es nulo. En segundo lugar, un mayor volumen de recursos disponibles hace posible un aumento en el volumen de crédito, lo cual a la tasa de interés más baja traería consigo una mayor recuperación de cartera. En las actuales circunstancias en que la calidad de la cartera ha sido un problema serio para la banca, el mencionado efecto haría una contribución positiva al proceso de recuperación. En tercer lugar, la reducción en las tasas de interés disminuye el riesgo de no pago por parte de los prestatarios y, por esta vía, también contribuye al saneamiento de la cartera que tan urgentemente se sigue necesitando. A este respecto, se ha establecido una clara correlación entre el interés que

se cobra y el perfil de riesgo del prestatario. Stiglitz y Weiss³, por ejemplo, muestran que aumentos en las tasas de interés activas traen consigo dos efectos que contribuyen a elevar el riesgo para el intermediario: por una parte, los prestatarios escogidos tienden a ser más riesgosos y, por otra parte, el comportamiento de un prestatario dado será más propenso al riesgo al escoger, entre proyectos alternativos, los de mayor rendimiento posible que son también, por lo general, los de mayor riesgo,

A la luz de la anterior discusión, FEDESARROLLO propone que el restablecimiento del control sobre las tasas de interés se lleve a cabo de acuerdo con las siguientes directrices:

- a) La tasa de interés activa máxima debe establecerse en 38.08% anual efectivo. En términos puramente "nominales" (por contraposición a efectivos) este nivel sería equivalente a una tasa del 31%, lo cual implicaría una reducción de dos puntos respecto de las tasas nominales máximas (de 33% anual) que fueron fijadas durante el episodio de control del primer semestre de 1986. En el marco de las consideraciones generales presentadas arriba, el nivel específico que aquí se propone para la tasa de interés activa es apropiado y viable por dos razones precisas: (1) la reforma tributaria significa un cambio estructural de tal magnitud respecto de las condiciones que prevalecieron en el primer semestre

³ Ver Joseph Stiglitz y Andrew Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, junio de 1981.

de 1986, que por sí sola justifica el descenso en un punto en la tasa "nominal": (2) el descenso de otro punto adicional en la tasa "nominal" sería posible, sobradamente, con un descenso de dos o tres puntos porcentuales en el encaje legal promedio, que es la otra medida que proponemos como parte del conjunto de políticas para la coyuntura actual y a la cual se hace referencia más adelante.

- b) La tasa de captación efectiva máxima a través de certificados de depósito a término emitidos por los bancos y corporaciones financieras debe fijarse en 30.14% (lo cual equivale a 25.5% anual "nominal"). Bajo el supuesto de que las tasas de interés internacionales se mantengan al nivel actual, la tasa pasiva del 30.14% acomodaría, sin mayor dificultad, expectativas de devaluación hasta del 25%. Por otra parte, la tasa de interés real seguiría siendo bastante alta contribuyendo, de esta manera, a estimular el ahorro financiero.
- c) A las compañías de financiamiento comercial debe permitírseles una tasa de captación ligeramente más alta que aquella de los CDT's de bancos y corporaciones financieras con el fin de preservar la competitividad de estas entidades. El hecho es que cuando, al tomarse las medidas de control el año pasado, se estableció la misma tasa de captación para los CDT's de bancos y corporaciones financieras, de un lado, y para los documentos por pagar de las compañías de financiamiento comercial, por el otro, se produjo un efecto

de reducción en el atractivo de los documentos por pagar. Las compañías de financiamiento comercial no tienen el nivel de aceptación entre los ahorradores característico de los bancos y corporaciones financieras y, por esta razón, requieren tener abierta la posibilidad de pagar una prima adicional a los ahorradores en documentos por pagar, para poder competir con los CDT's. La prueba de la validez de esta afirmación reside en que, cuando las tasas de captación han sido libres, la de los documentos en cuestión se ha colocado entre 0.6 y 2.3 puntos porcentuales por encima de la de CDT's. Se propone, en consecuencia, que la tasa máxima de captación a través de los documentos por pagar sea de 31.54% anual efectivo.

- d) Poniendo en práctica un criterio de flexibilidad, las autoridades deben manifestar y ejercer la disposición de introducir modificaciones a los niveles y la estructura de las tasas de interés adoptadas si surgen problemas imprevistos. Es necesario, además, en un espíritu de concertación, atender los reclamos de los intermediarios financieros acerca de situaciones generadas por el control, si existe una juiciosa fundamentación técnica y de política económica que los avale.

Si, como aquí se propone, se reimplanta el control sobre las tasas de interés, debe aprenderse de las lecciones del episodio anterior de control que se llevó a cabo entre enero y junio de 1986. En primer lugar, es apropiado observar algunos criterios que se aplicaron durante dicho episodio con el fin de evitar

distorsiones. Así el control debe ser global, en el sentido de cobijar a todos los intermediarios financieros; en segundo lugar, debe referirse, en la medida de lo posible, a las tasas efectivas y debe afectar, por lo tanto, los costos indirectos de los préstamos.

Pero hay otras lecciones que deben tenerse en cuenta. Así, por ejemplo, las medidas que se tomaron inicialmente, en enero de 1986, sólo reglamentaron las tasas de interés "remuneratorias", o de plazo, y no las moratorias y por sobregiros, ni las correspondientes a préstamos o avances en efectivo concedidos por los intermediarios financieros con tarjetas de crédito. Las disposiciones complementarias sobre estas materias sólo vinieron a tomarse en el mes de marzo, cuando se expidió la Resolución 35 de 1986. En esta norma se aclaró que la tasa de interés moratoria sería la autorizada por la Superintendencia Bancaria (63.99% en ese momento) según Circular 083/84 de esta última entidad y que esa misma tasa aplicaría a los sobregiros. De igual forma, esta disposición aclaró que continuaba vigente la tasa de interés del 2% por mes vencido, establecido por la Resolución 4 de 1975, para los préstamos en efectivo de los establecimientos bancarios a través de tarjetas de crédito.

Las medidas de control sólo se dirigieron a afectar las tasas de interés sobre operaciones financieras, dejando así de lado aquellas aplicables a las operaciones comerciales a crédito. Paradójicamente, estas últimas sólo vinieron a controlarse cuando se eliminaron las restricciones sobre las primeras. Las medidas sobre la materia fueron adoptadas en julio 23 por

Resolución 1190 del Ministerio de Desarrollo. En ella se estableció que las tasas de interés efectivas para ventas a plazos deben regirse por la tasa activa del crédito ordinario de libre asignación, que, para esa fecha, era todavía el 41.12% del período de control. Además, en esa norma, que continúa vigente, se reglamentaron las operaciones de compraventa a plazo para evitar la utilización de sistemas duales de fijación de precios (para crédito y al contado) y otros mecanismos utilizados por los comerciantes para elevar el costo efectivo de la financiación.

Respecto de aquellas disposiciones que vinieron a complementar las medidas de enero de 1986, habría que decir que, por un lado, debe mantenerse en vigencia la Resolución 35 de 1986 de la Junta Monetaria y, por otro, debe modificarse la Resolución 1190, del 23 de julio de 1986, del Ministerio de Desarrollo, de tal manera que se establezca como tope para las tasas de interés efectivas para operaciones comerciales de crédito, el de 38.08%. Debería también reducirse al 4% los descuentos que las instituciones que expiden tarjetas de crédito pueden hacer a los establecimientos comerciales y de servicios, con cargo a las ventas cuyo pago se haga mediante tarjeta de crédito.

E. El encaje legal

Finalmente, las medidas anteriores deben ser complementadas con una modificación de los coeficientes de reservas exigidas a los bancos. Hay dos razones por las cuales se debe estudiar seriamente la posibilidad de reducir los encajes legales sobre las exigibilidades del sistema financiero.

CUADRO IV-3
REDUCCION POSIBLE EN LA TASA DE INTERES ACTIVA
COMO FUNCION DE REDUCCIONES EN EL ENCAJE

Puntos de encaje que se liberan	Encaje promedio	Puntos de interés activo que se reducen	Tasa de interés activa
0	29.6	0	42.0
1	28.6	.728	41.3
2	27.6	1.456	40.5
3	26.6	2.184	39.8
4	25.6	2.912	39.1
6	23.6	4.368	37.6
8	21.6	5.824	36.2
10	19.6	7.280	34.7

La primera tiene que ver con el obvio carácter expansivo de la medida. La segunda —tal como se sugirió en la discusión sobre tasas de interés— es que la disminución del encaje legal contribuye a hacer viable la reducción en las tasas de interés que la reactivación de la economía requiere.

Se ha calculado⁴ que una reducción de N puntos en el encaje permitiría reducir la tasa de interés activa en 0.728 N puntos, sin afectar el margen de intermediación activo sobre colocaciones comerciales asociadas con reducciones sucesivas del encaje. Como se puede observar en el Cuadro IV-3, la disminución de tres puntos porcentuales en el encaje promedio permitiría, por sí sola, una reducción de 2.18 puntos porcentuales en la tasa de interés activa actualmente vigente.

Puesto que la reducción del encaje tendría un efecto expansivo global

sobre los medios de pago, debe hacerse compatible con el crecimiento proyectado de la base monetaria. Sin embargo, un ritmo de crecimiento de la base monetaria del 23%, como el utilizado en los escenarios discutidos en este capítulo, da campo para una disminución de 2 a 3 puntos en el coeficiente efectivo de encaje de los bancos sin efectos expansionistas indeseados. En efecto, con la mayor de estas dos cifras y suponiendo el multiplicador monetario de fines de 1986, la reducción del encaje implicaría un crecimiento adicional de menos de 3% del total de medios de pago. Se llegaría así a una tasa de crecimiento de los medios de pago del 26.5%, que es perfectamente compatible con las tendencias de crecimiento de los precios de carácter inercial y un mayor nivel de actividad económica del orden del 5%. Conviene señalar, además, que si se adoptan las medidas de disminución de las tasas de interés aquí propuestas, dicha tasa de crecimiento de los medios de pago puede resultar incluso ligeramente restrictiva, en vista del estímulo que recibiría la demanda de dinero.

⁴ Adolfo Barajas y Tomás Uribe. Los costos de la Intermediación Financiera y las Tasas de Interés, FEDESARROLLO, Documento interno de trabajo, 1987.