

**análisis  
coyuntural**

## Actividad económica general

### I. El comportamiento de la actividad económica

#### A. La industria y el comercio

Descontados los efectos estacionales normales, la producción industrial se mantuvo a lo largo del primer trimestre del año en los niveles altos alcanzados a fines del año pasado. De tal manera que es posible afirmar que este sector de la actividad económica atraviesa por el mejor momento de los últimos cuatros años. Esta situación resulta particularmente favorable cuando se la compara con la del primer trimestre del año anterior, cuando, como se recordará, tuvo lugar la mayor caída en la actividad económica de los últimos años. Las cifras disponibles del DANE indican que los dos primeros meses del año en curso la producción industrial creció en un 7.75% con respecto al mismo período del año anterior.

A su vez, la Gráfica I-1 señala que durante los tres primeros

meses de 1984 la industria registró una mejora adicional de sus pedidos y que, como consecuencia, continuó reduciendo sus inventarios y aumentando la utilización de su capacidad instalada. Con base en los indicadores de la Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO es posible confirmar para el primer semestre del año, un crecimiento de la producción industrial del orden del 4% anual según lo había previsto *Conyuntura Económica* en su entrega anterior. La actividad comercial mostraba también una recuperación hasta marzo, aun cuando ésta no era tan significativa como la de la industria. Esta diferencia de comportamiento puede atribuirse a la reducción de las importaciones, factor que afecta de manera especial a la actividad comercial.

No obstante lo anterior, en el mes de abril se registró una caída vertical en varios de los indicadores de la actividad comercial e industrial de la Encuesta de Opinión Empresarial. En particular, se



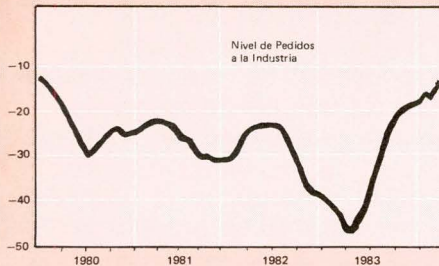
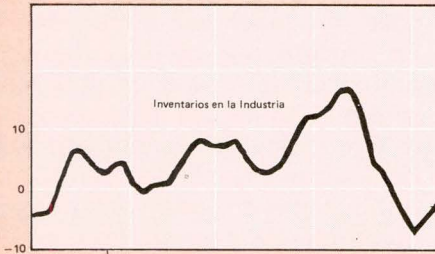
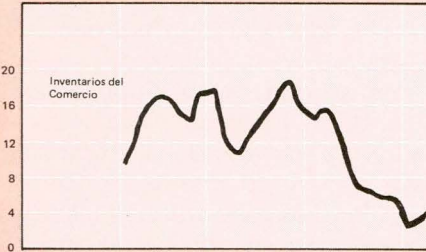
## GRAFICA I - 1

# INDUSTRIA Y COMERCIO

## INDICADORES DEL COMPORTAMIENTO DE LA ACTIVIDAD ECONOMICA

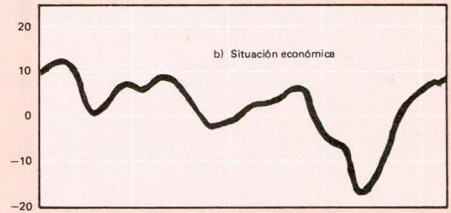
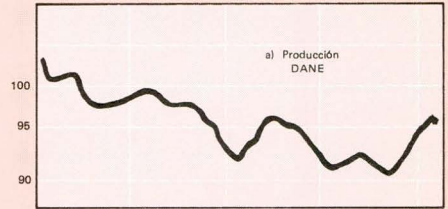
### VENTAS, INVENTARIOS Y PEDIDOS

(Balance)

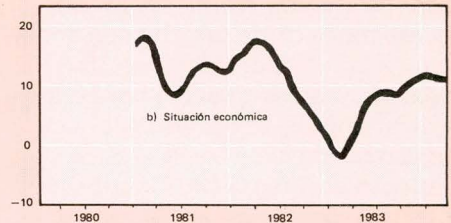
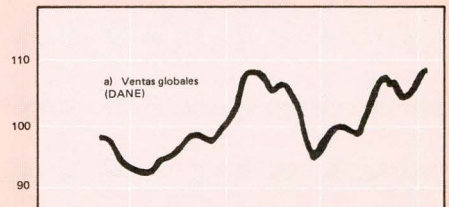


### SITUACION ECONOMICA Y NIVEL DE ACTIVIDAD

## INDUSTRIA



## COMERCIO



**Fuente:** Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO, comercio e industria, datos desestacionalizados y suavizados.

**Fuente:** Encuesta de Opinión Empresarial y DANE (datos desestacionalizados y suavizados por FEDESARROLLO).

detectó una reducción en las ventas del comercio superior a la ocurrida en cualquier mes de los últimos tres años. Como consecuencia, se dio una disminución en los nuevos pedidos a la industria, y las existencias de productos terminados en manos de comerciantes e industriales se elevaron nuevamente, después de diez meses de liquidación continua. Así mismo, la utilización de capacidad industrial se resintió de nuevo. Pese a ello, algunos indicadores de las expectativas de los industriales (aunque no de los comerciantes), reflejaban aún un relativo optimismo.

A juicio de *Coyuntura Económica* la brusca interrupción en el mes de abril de las tendencias ascendentes está determinada principalmente por los factores coyunturales asociados con la extensión del impuesto del valor agregado, IVA, al nivel del comercio al detal, ya que no se observan variaciones abruptas de orden macroeconómico que puedan explicarlas satisfactoriamente.

En primer término, el nivel de demanda agregada durante los primeros meses de 1984, parece haberse mantenido en un nivel intermedio entre el primero y el segundo semestre de 1983, aunque superior al promedio de dicho año. De una parte, ésta es precisamente la tendencia del gasto público, principal componente de la demanda autónoma y la que mayor incidencia tiene sobre el comportamiento de la actividad urbana, y en particular de la industrial, como se discute en sección posterior de este capítulo. De otra, la Gráfica 1-2 muestra una considerable

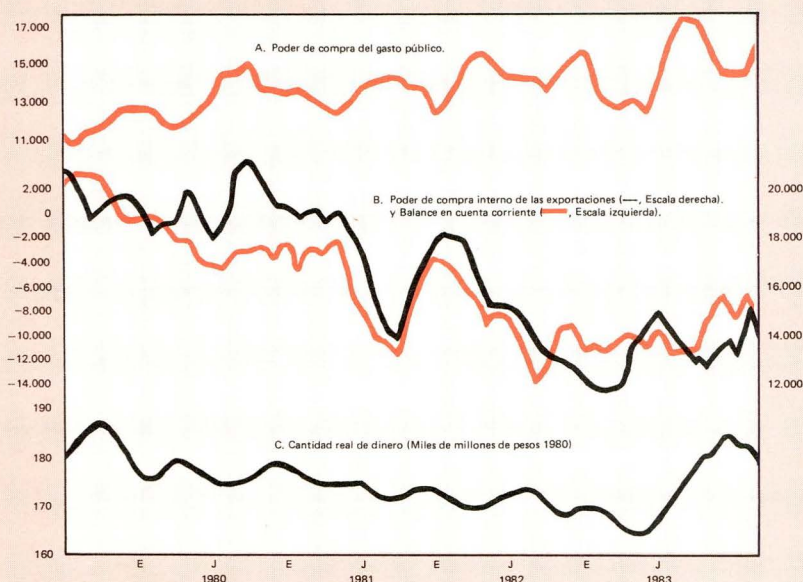
mejoría en el balance en cuenta corriente con el exterior, corregido por la magnitud del ahorro cafetero para representar en forma más apropiada su capacidad de compra interna. Igualmente, los saldos monetarios reales han descendido si se comparan con los del período de máxima expansión a fines de 1983, pero presentan todavía una situación muy favorable frente al mismo período del año anterior, cuando registraron —al igual que la actividad urbana— su punto más bajo.

Para este análisis es importante, sin embargo, distinguir el comportamiento de los principales componentes del balance en cuenta corriente. Desde el punto de vista de las exportaciones se observa un incremento significativo en las menores, lo cual, al igual que el gasto público, tiene un efecto muy positivo sobre la demanda y la actividad urbana industrial. No obstante, la disminución en la producción cafetera durante el trimestre puede haber compensado íntegramente este efecto. De esta forma, la mejoría en la cuenta corriente en la balanza de pagos obedece fundamentalmente a la reducción obtenida en las importaciones mediante la aplicación de controles más estrictos.

Ahora bien, no toda esta reducción se manifiesta en un aumento en demanda agregada, puesto que en alguna medida genera ahorros forzosos por parte de familias y empresas que no encuentran disponibles los bienes que desearían consumir. Además, el control puede limitar el crecimiento de la producción y la inversión de algunos sectores, al afectar su disponibili-

Gráfico 1.2

DETERMINANTES DE LA DEMANDA AGREGADA  
(Millones de pesos mensuales de 1980; series desestacionalizadas y suavizadas)



dad de materias primas y de bienes de capital. Dicho en otras palabras, la reducción de importaciones se manifiesta en alguna medida en aumentos de la producción nacional mediante sustitución de las mismas pero, en algún grado, conduce a aumentos en el ahorro y puede tener efectos limitantes sobre la producción en algunos sectores.

Cabe entonces preguntarse hasta dónde la economía nacional está transitando de una situación macroeconómica global en la que el crecimiento se ve limitado por la demanda efectiva, a otra en la cual la disponibilidad de divisas se convierte en "cuello de botella". El examen detallado de los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial, así como de las tendencias

globales de la demanda agregada, permite concluir que, si bien en algunos sectores industriales comienzan a aparecer dificultades de abastecimiento, esta situación dista todavía de ser generalizada, en buena medida debido al nivel de inventarios a disposición de las empresas y del comercio.

Así mismo, del análisis anterior se puede concluir que ante un nivel de demanda agregada relativamente aceptable y la aparición apenas esporádica de limitaciones al crecimiento originadas en obstáculos al abastecimiento de insumos, no es posible explicar en términos macroeconómicos una caída tan pronunciada en la actividad industrial y, especialmente, en las ventas del comercio, de la magnitud de la que habría tenido



lugar en el mes de abril. En cambio, ella parecería estar asociada, en opinión de *Coyuntura Económica*, con efectos meramente coyunturales de la extensión del impuesto al nivel agregado hasta el nivel del comercio al detal, como se demuestra a continuación. De hecho, los resultados preliminares de la Encuesta de opinión Empresarial correspondientes al mes de mayo comprueban esta afirmación, al indicar una recuperación de las tendencias vigentes durante el primer trimestre del año (ver Gráfica I-1).

La extensión del impuesto al valor agregado pudo haber afectado la situación de las ventas y en consecuencia de la actividad industrial, por tres razones diferentes:

1. La introducción de un nuevo impuesto no suficientemente comprendido por vendedores y compradores conduce normalmente a afectar el comportamiento de los agentes económicos mientras se asimila a cabalidad el cambio. Así, en cualquier caso cabría esperar una caída de las ventas en el corto plazo como consecuencia de la modificación tributaria adoptada. Pero, además, ésta pudo verse notoriamente agravada por el ambiente de enfrentamiento relativo entre el gobierno y el gremio de los comerciantes, que acompañó su entrada en vigencia, y por las fallas en la campaña de información y divulgación del gobierno. Este factor tiene, por supuesto, un efecto meramente coyuntural.
2. La perspectiva de la implantación del impuesto a partir del

primero de abril habría llevado a algún grado de anticipación de las ventas en los primeros meses del año y, por lo tanto, a una reducción en las correspondientes al mes de abril. Conviene señalar, además, que este hecho indicaría que el efecto negativo de la restricción de importaciones sobre las ventas del comercio puede ser algo mayor de lo que indica el análisis anterior.

3. El hecho de que todo incremento en un impuesto al consumo (como se ha comentado en entregas anteriores de esta revista) contrae la demanda agregada en forma más permanente si no se acompaña de una ampliación compensatoria del gasto público. Más aún, en las condiciones actuales las posibilidades de un mayor crecimiento económico con restricciones cambiarias dependen, en gran medida, de la capacidad de orientar la demanda interna hacia la oferta de sectores de producción nacional poco intensivos en importaciones. Esta consideración es de particular importancia en lo que respecta a los bienes de consumo masivo, por lo cual en esta revista se ha sugerido que el control de las importaciones debería tener como prioridad central mantener el abastecimiento de las industrias productoras de este tipo de bienes. Infortunadamente el proceso de unificación tarifaria en el IVA golpea fundamentalmente la demanda de los artículos de consumo masivo, por cuanto ellos resienten, simultáneamente, el efecto del nuevo gravamen sobre los már-

genes de distribución y la elevación de las tarifas de un 6% a un 10%. Este aspecto de las modificaciones introducidas al impuesto resulta muy desafortunado en la coyuntura actual en vista tanto de sus implicaciones distribucionales como de sus efectos macroeconómicos. Debe advertirse, sin embargo, que como consecuencia de las normas reglamentarias sobre tratamiento de los inventarios registrados estos efectos permanentes de las modificaciones en el IVA se irán sintiendo en forma apenas gradual hasta finales de junio, mes a partir del cual las normas mencionadas perderán su vigencia. En otras palabras, las normas sobre inventarios tuvieron como efecto posponer para el segundo semestre los efectos permanentes de la extensión del IVA.

El análisis anterior resalta la importancia de lograr que se mantengan niveles apropiados de gasto público, —en bienes nacionales— a lo largo del segundo semestre, si es que se desea que no decaiga de nuevo el nivel de demanda agregada y se resienta por ello la incipiente recuperación de la actividad productiva. Para ello resulta fundamental que se superen los problemas de financiación del gasto público, como se discute en la sección sobre el problema fiscal en este capítulo. Como allí se observa, se presentarán dificultades para la ejecución del gasto hasta por lo menos el mes de julio, lo cual seguramente afectará el nivel de demanda agregada durante el segundo trimestre del año e

irá en contra de mantener el ritmo actual de crecimiento del sector industrial. La situación del segundo semestre dependerá, fundamentalmente, del resultado de las formas tributarias realizadas en 1983, sobre el cual existe todavía una gran incertidumbre, así como de lograr que el Congreso facilite al gobierno la posibilidad de financiar, mediante recursos de emisión y crédito público interno, los faltantes previsibles.

### *B. Agricultura, construcción y minería*

Con base en la evaluación preliminar de los resultados de la cosecha agrícola del primer semestre de 1984 es posible estimar una reducción en la producción de aquellos cultivos diferentes al café del orden de 5.2%, en comparación con la cifra obtenida en el mismo período del año anterior. En precios constantes la disminución correspondiente en el valor de esa producción, sería del orden del 1.4%. A su vez, el área inscrita en el ICA a abril de 1984 presenta una disminución de 9.9% en hectáreas sembradas con respecto a la misma fecha del año pasado. Con estos resultados es posible predecir, con un nivel aceptable de certidumbre, que el área total cosechada en cultivos diferentes a café disminuirá en 1984 en cerca de un 2%. Gracias a aumentos en productividad se obtendrá un aumento en producción de un 1% y un aumento en valor, en términos constantes, de aproximadamente 1.2%. Ambas cifras son inferiores al crecimiento de la producción registrado en 1983, de 1.6%. Si se añade a lo anterior una reducción

de aproximadamente 4% en la producción de café, el PIB agropecuario crecerá en 1.3% en 1984, o sea en una cuantía considerablemente inferior al 2.1% de 1983.

Las cifras globales presentadas reflejan un aumento importante de las exportaciones agropecuarias y de la producción de los productos respectivos, en razón, principalmente, de la recuperación del algodón; al mismo tiempo se presentará una reducción de la producción sustitutiva de importaciones a pesar de la política seguida por el gobierno y que se ha plasmado, en particular, en los criterios que rigieron la fijación de los nuevos precios de sustentación. Así las cosas, se obtendrá un incremento importante en el superávit comercial en productos agropecuarios, con todo y las dificultades para sustituir importaciones, gracias a la reducción de éstas y el aumento en exportaciones, en conjunto con la evolución favorable de los precios internacionales.

En lo que hace a la construcción, la mayoría de los indicadores disponibles señalan una caída en su ritmo de actividad. Esta situación obedece principalmente a problemas financieros del sector. La baja en el rendimiento de los depósitos en el sistema UPAC, frente a otras alternativas de colocación en moneda nacional o extranjera, ha conducido a una disminución en las captaciones netas de las corporaciones de ahorro y vivienda. Este factor ha limitado, a su vez, la capacidad crediticia de estos intermediarios en momentos en los cuales la demanda de vivienda se eleva, estimulada por las políticas de los planes de desarrollo, tal como

lo señala el crecimiento en las licencias de construcción.

Las medidas recientes del gobierno han estado orientadas a mejorar la posición relativa de los depósitos en el sistema UPAC; sin embargo, difícilmente permitirán que se logre un crecimiento importante de la construcción en relación con el del año anterior. En efecto, el gran crecimiento en dicho año tuvo mucho que ver con la amnistía patrimonial decretada en el segundo semestre de 1982; una vez obtenido el beneficio de la amnistía los contribuyentes quedaron en libertad para acomodar sus portafolios de inversión. Adicionalmente, la superación de la crisis financiera, el aumento exógeno de la demanda de fondos del ahorro interno (TAN, Certificados Eléctricos Valorizables, Certificados Cafeteros Valorizables) y la preferencia por colocaciones en moneda extranjera hacen, en todo caso, más difícil la captación de recursos por parte del sistema UPAC. A su turno, la situación financiera del ICT, ante las implicaciones del enorme aumento de la deuda flotante del Instituto con los contratistas de los planes cofinanciados, puede llegar a limitar su ritmo de actividad.

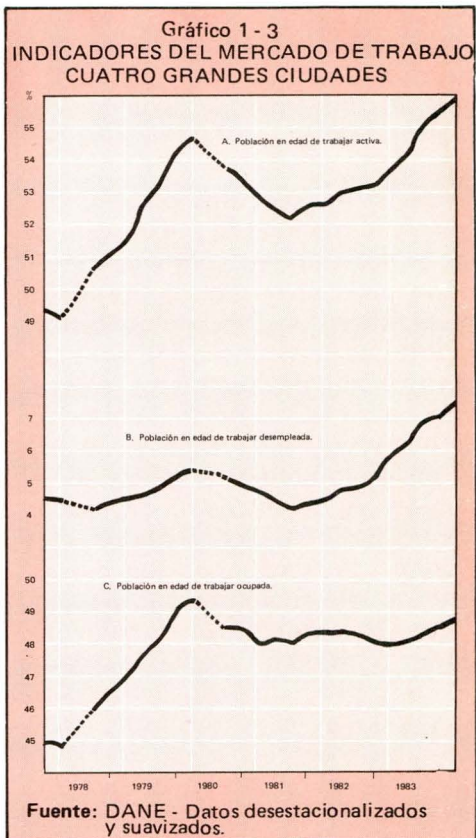
Finalmente el subsector de Obras Públicas continúa en su estancamiento de varios años, en razón tanto de la reducción del volumen de las apropiaciones como del muy bajo nivel de ejecución. Esta situación obedece a las dificultades que enfrenta el gobierno para financiar el déficit fiscal que, como se comenta en la Sección III de este Capítulo, no presentan perspectivas halagadoras de solución.



El sector minero y de explotación de hidrocarburos ha continuado registrando durante el presente año las tendencias de crecimiento observadas hasta el año pasado. La producción de petróleo en el primer trimestre del año superó en 14.7% a la del mismo período del año anterior. De la misma manera, la producción y el consumo de gas natural aumentaron en un 12.4% frente a los mismos meses de 1983. Aunque no se dispone de estadísticas mensuales, el avance de los proyectos de explotación carbonífera y de níquel, y la mayor producción de oro como respuesta a la elevación del precio de compra interno, permiten garantizar que el sector en su conjunto está incrementando su producción a una tasa superior al 10% anual, tal como sucedió en el año pasado.

### C. Empleo

Los resultados de las encuestas de hogares efectuadas en el primer trimestre del año pasado ratifican las tendencias del mercado laboral previstas en la anterior entrega de esta revista. A saber, un incremento en la oportunidad de trabajo inferior al crecimiento en las aspiraciones de empleo por parte de la población. El Gráfico 1-3 indica cómo la recuperación de la actividad productiva se ha manifestado en un ritmo de creación de puestos de trabajo superior al crecimiento de la población en edad de trabajar lo cual, sin embargo, no ha sido suficiente para absorber la creciente incorporación de trabajadores adicionales al mercado laboral como consecuencia de un aumento en la tasa de participación. Por esta razón la tasa de desempleo abierto continuó aumentando rápi-



damente para ubicarse en marzo en 13.8%. Como se ha señalado en entregas anteriores, la mayor participación de los colombianos en el mercado laboral refleja al mismo tiempo tendencias de largo plazo y el empobrecimiento reciente de las familias, por lo cual puede esperarse que, al menos durante el presente año, continúe presentándose un exceso de oferta de mano de obra y un más alto nivel de desempleo abierto.

Asimismo, las diferencias regionales en materia de empleo, anotadas en el número anterior de *Coyuntura Económica*, se mantienen. La creación de empleos continúa concentrándose en Bogotá, ciudad en la cual el número de

aspirantes a puestos de trabajo se incrementa en forma rápida. De esta manera el desempleo bogotano refleja especialmente cambios en la composición de la oferta laboral, mientras que en las otras ciudades tiene su origen en la persistencia de deficiencias en la demanda que se derivan de una recuperación de la actividad económica aún muy incipiente.

## II. El problema externo

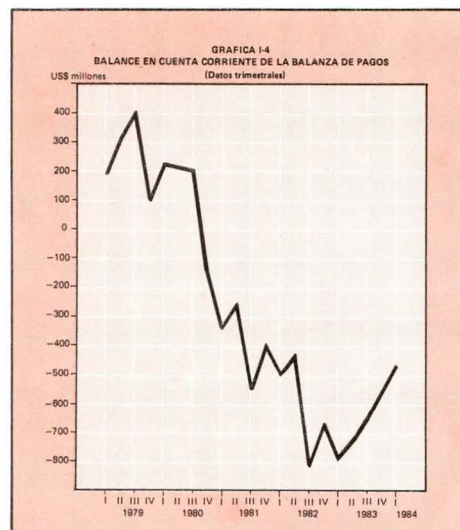
En los primeros cuatro meses del año las reservas internacionales del país se redujeron en US\$928 millones, o sea, en una cuantía mayor a la prevista en la última entrega de *Coyuntura Económica*, y se situaron, a fines de abril, en US\$2.247 millones. En el número de marzo de *Coyuntura Económica* se señaló cómo un nivel de reservas inferior a los US\$1.800 millones implicaría riesgos altos por cuanto no permitiría cubrir la deuda privada de corto plazo en caso de hacerse exigible en un momento dado. Debe tenerse en cuenta que este tipo de deuda puede ser muy volátil, como se ha demostrado en otros países, y constituirse en instrumento de presión de la banca privada extranjera para renegociar la deuda de largo plazo, contratada en mejores términos. Por tanto, no se deberían ahorrar esfuerzos para evitar que el monto de las reservas descienda en una cuantía significativa de su nivel actual. Sin embargo, para que esos esfuerzos sean eficientes para el logro de los objetivos buscados, y no impliquen un sobre costo exagerado en términos de crecimiento económico, resulta imprescindible comprender bien las causas de la rápida disminución de reservas que ha tenido lugar.

La Gráfica I-4 muestra cómo el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se ha venido reduciendo gradualmente desde principios de 1983. Por lo tanto, la agudización del proceso de pérdida de reservas en el país se ha debido principalmente a un deterioro en el flujo neto de capitales y otros movimientos de divisas, como lo confirman las cifras del Cuadro I-5. Así, por ejemplo, a pesar de que en el primer trimestre del año en curso ingresaron al país más de US\$200 millones del crédito que negoció a finales de 1983 el Gobierno Nacional con un grupo de bancos extranjeros, el flujo neto fue negativo en US\$252.7 millones en contraste con flujos netos positivos de US\$146.5 millones y US\$180.7 millones en el primer trimestre de 1983 y de 1982, respectivamente.

Una parte de este deterioro en el flujo neto de capitales en el primer trimestre de 1984 tuvo su origen en factores excepcionales tales como la pérdida de más de US\$100 millones en la cual incurrió el Banco de la República al deshacerse de activos en marcos y otras monedas diferentes del dólar, y revertir operaciones en sentido inverso efectuadas hace menos de un año, con el objeto de incrementar su liquidez en divisas. Pero, sin duda, la mayor parte del deterioro en el flujo neto de capitales obedece al muy bajo nivel de endeudamiento público neto y a la contracción sustancial en la deuda privada registrada.

El comportamiento del endeudamiento público refuerza las observaciones efectuadas en entregas anteriores de *Coyuntura Económica*.





*mica* sobre la necesidad de hacer más agresiva la política gubernamental de endeudamiento. No es este el momento para poner freno a la actividad de negociación de las empresas públicas en la forma en la cual lo ha venido haciendo el Ministerio de Hacienda. Asimismo, hay que buscar que las entidades multilaterales de crédito aceleren los desembolsos de los empréstitos ya contratados. El gobierno ha iniciado ya algunas acciones en este sentido estableciendo incentivos para que las empresas públicas aceleren la entrada de dólares de los créditos contratados con anticipación al momento de efectuar el gasto.

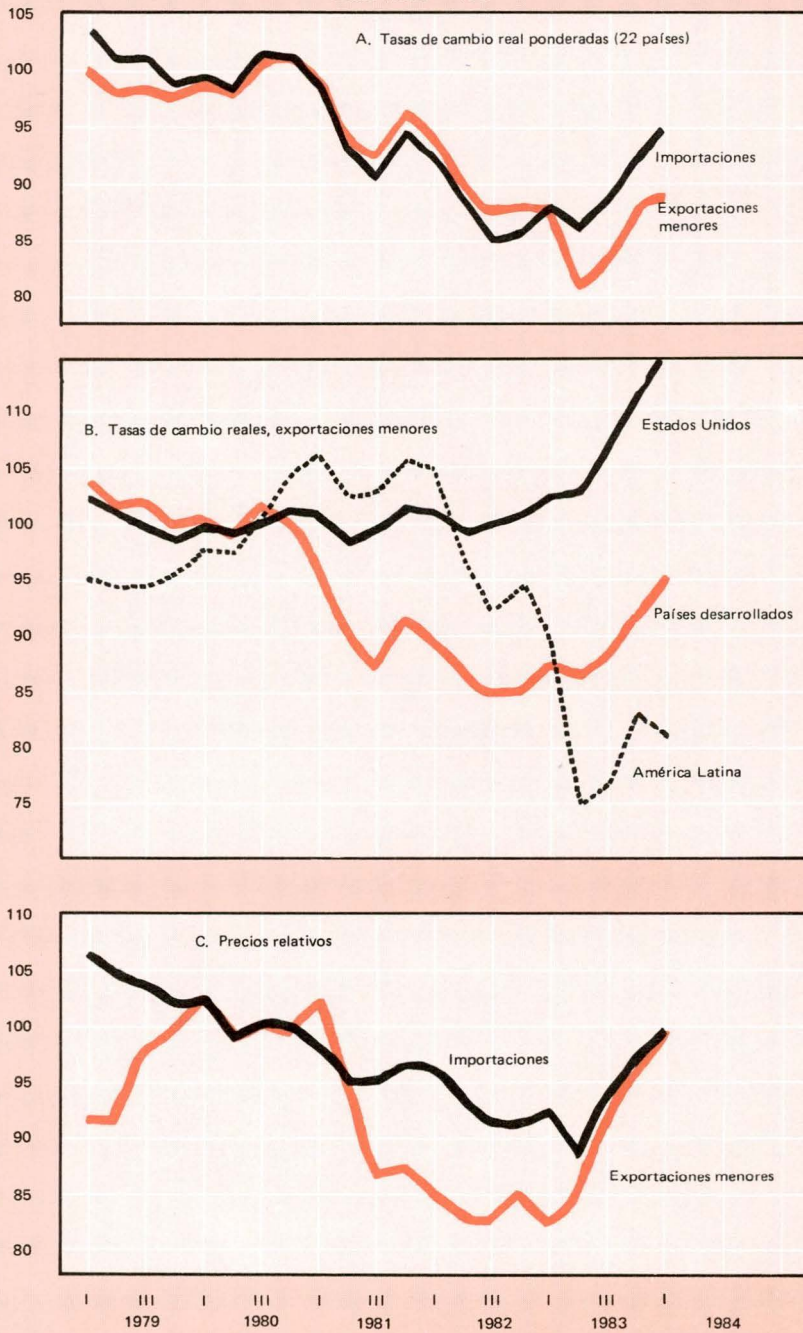
La contracción del endeudamiento privado neto se debe, en alguna medida, al adelanto de reintegros anticipados de café que tuvo lugar en el último trimestre de 1983 y a la disminución en el ritmo de las importaciones. Puede atribuirse parcialmente también al hecho de que algunos bancos privados extranjeros han restringido la refinanciación de líneas interban-

carias de crédito de corto plazo. En buena medida, sin embargo, dicha reducción parece obedecer a que los particulares han buscado disminuir su endeudamiento externo para sustituirlo por crédito interno y recursos propios, motivados por el mayor costo de los intereses externos y por expectativas de devaluación masiva. Más aún, estos factores están afectando negativamente tanto la cuenta de servicios, al desestimular el reintegro de divisas, como el balance comercial de la balanza cambiaria, al incentivar la subfacturación de importaciones y la sobrefacturación de exportaciones. Al considerar estos efectos se concluye que la mejoría obtenida en la balanza de pagos en cuenta corriente y el deterioro en los flujos netos de capitales pueden ser en realidad considerablemente superiores a lo que se observa en la Gráfica I-4 y el Cuadro I-1, puesto que los montos allí presentados no los incorporan apropiadamente.

Ante esta situación, convendría iniciar una evaluación del manejo reciente de la tasa de cambio pues en el corto plazo los efectos positivos de una devaluación gradual del 28% anual sobre la balanza en cuenta corriente con el exterior se pueden ver más que compensados por los negativos que ella acarrea sobre los flujos netos de capitales, tanto registrados como disfrazados. En verdad, un ritmo del 28% resultaba apropiado en los primeros meses de 1983 en vista del virtual equilibrio entre las tasas internas y externas de interés; sin embargo, la elevación de la tasa de interés externa y la disminución en la tasa de interés doméstica que ha tenido lugar desde entonces han generado un diferencial en la tasas

Gráfico 1 - 5  
INDICE DE LA TASA DE CAMBIO REAL

Base 1980 = 100



Cuadro I-1

## EVOLUCION TRIMESTRAL DE LA BALANZA CAMBIARIA Y DE LA BALANZA DE PAGOS

(Millones de dólares)

Año y trimestre	(1)			(2)		(3) = (1) + (2)		(4)		(5)
	Balance comercial			Balance de servicios (Balanza cambiaria)		Balance en cuenta corriente		Balance de capitales y otros movimientos de divisas		Variación en reservas brutas
	Balanza cambiaria	Balanza de pagos	Total	Servicios financieros	Servicios no financieros	Balanza cambiaria	Balanza de pagos	Balanza cambiaria	Balanza de pagos (implícita)	
1979 I	- 27.3	59.4	130.7	- 4.2	134.9	103.4	190.1	46.3	- 40.5	+ 149.6
II	255.5	145.6	173.2	- 50.9	224.1	428.7	318.8	330.4	440.3	+ 759.1
III	76.9	265.7	142.6	- 20.7	163.3	219.5	408.3	8.5	- 180.3	+ 228.0
IV	255.3	- 16.9	127.8	- 69.1	196.9	383.1	110.9	100.8	372.8	+ 483.7
1980 I	26.4	16.3	208.2	- 0.2	208.4	234.6	224.5	80.2	90.5	+ 315.0
II	120.3	179.5	34.2	- 58.9	93.1	154.5	213.7	33.7	- 25.5	+ 188.2
III	13.4	61.8	140.0	- 28.2	168.2	153.4	201.8	390.1	341.7	+ 543.5
IV	40.2	- 291.2	152.4	- 104.3	256.7	192.6	- 138.8	67.5	398.9	+ 260.1
1981 I	- 181.0	- 388.8	54.4	- 7.0	61.4	- 126.6	- 334.4	87.9	295.8	- 38.6
II	- 187.2	- 310.8	52.7	- 89.7	142.4	- 134.5	- 258.1	127.2	250.7	- 7.4
III	- 292.3	- 632.2	- 178.8	- 75.2	- 103.6	- 471.1	- 541.0	334.9	404.7	- 136.3
IV	16.1	- 461.0	61.4	- 131.0	192.4	77.5	- 399.6	317.9	795.1	+ 395.5
1982 I	- 198.2	- 347.0	- 152.7	- 136.0	- 16.7	- 350.9	- 499.7	22.1	170.7	- 329.0
II	- 121.8	- 335.8	- 96.3	- 87.7	- 8.6	- 218.1	- 432.1	230.2	444.2	+ 12.1
III	- 249.8	- 446.5	- 358.7	- 192.2	- 166.5	- 608.0	- 805.2	140.9	337.6	- 467.6
IV	156.6	- 465.6	- 203.5	- 164.2	- 39.3	- 46.9	- 669.1	91.4	713.3	+ 44.2
1983 I	- 322.1	- 397.6	- 386.1	- 192.7	- 193.4	- 708.2	- 783.7	71.0	146.5	- 637.2
II	107.4	- 368.5	- 358.0	- 139.3	- 218.7	- 250.6	- 726.5	- 56.9	419.0	- 307.5
III	- 271.1	- 202.8	- 442.6	- 221.3	- 221.3	- 713.7	- 645.4	- 23.0	- 91.0	- 736.4
IV	86.4	- 318.7	- 234.5	- 195.7	- 38.8	- 148.1	- 553.2	112.5	517.3	- 35.9
1984 I	- 382.3	- 112.6	- 360.2	- 235.5	- 124.7	- 742.5	- 472.8	28.5	- 241.0	- 713.8

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



pasivas en pesos por lo menos de siete puntos (ver Cuadro I-2). La magnitud de este diferencial, en un ambiente de expectativas de devaluación masiva constituye, sin duda, un incentivo poderoso para los flujos netos de capital hacia afuera del país. Así, desde el punto de vista de la evolución de las tasas de interés sería aconsejable reducir gradualmente el ritmo de las minidevaluaciones para evitar que, en las actuales circunstancias, continúe deteriorándose la cuenta de capitales de la balanza de pagos. Al mismo tiempo, la necesidad de hacer que la producción nacional —en particular las exportaciones— recupere los niveles de competitividad externa prevalecientes a mediados de la década pasada, con el objeto de lograr que el balance en la cuenta corriente de la balanza de pagos continúe mejorando exige, de todas maneras, que se mantenga un nivel importante de devaluación *real* y compensar cualquier sacrificio en esta materia (como sería el no devaluar en términos *reales* a un ritmo superior al 10% anual) mediante el uso de otros instrumentos de política. En particular, la reducción del ritmo de minidevaluación debería acompañarse de la adopción de medidas fiscales, como se discute más adelante en esta misma sección ya que, aun con las modificaciones señaladas en el manejo cambiario y en la política de endeudamiento externo, el endurecimiento del mercado internacional de capitales privados y el monto creciente del servicio de la deuda externa, imponen al país la necesidad de llegar a obtener un superávit comercial en su balanza de pagos. Tal necesidad resulta más evidente ante las proyecciones cambiarias de mediano plazo que se presentan

en un informe especial en esta entrega de *Coyuntura Económica*.

En los tres primeros meses de 1984 se produjo un aflojamiento en el control de importaciones que el país no puede darse el lujo de permitir. Por fortuna, en abril y mayo se restringió considerablemente la aprobación de licencias de importación, a un nivel inferior a los US\$200 millones mensuales. Resulta imperativo mantener la aprobación de licencias a niveles entre US\$250 y US\$300 millones mensuales para conseguir la meta de un superávit comercial en el año de 1985, como se señaló en la entrega anterior de *Coyuntura Económica*.

Para ello es absolutamente indispensable reducir *efectivamente* las importaciones oficiales, lo cual no ha ocurrido hasta el momento. El gobierno acaba de modificar, por segunda vez, el estatuto de compras oficiales en esa dirección. Sin embargo, es de temerse que mientras se mantengan las exenciones arancelarias a las empresas públicas poco se obtenga en obligarlas a considerar los montos de los aranceles en los cálculos que se lleven a cabo para el otorgamiento de licitaciones. Más aún, de las proyecciones de mediano plazo que se presentan en esta revista se concluye, sin lugar a dudas, la necesidad de limitar o posponer compras oficiales y proyectos de inversión pública que no son urgentes, y que exigen grandes erogaciones en moneda extranjera. No resulta válido argumentar que tales proyectos no tendrán impacto sobre la balanza de pagos en la medida en que estén financiados, por cuanto el financiamiento global que el país puede obtener es en la coyuntura actual limitado y por-



**Cuadro I-2**  
**TASAS DE INTERES**

	(1) CDT 90 días	(2) Tasa de cambio oficial	(3) CDT (EE. UU. 90 días)	(4) = (2) x (3) Tasa de paridad
1982				
I	39.2	18.2	15.31	36.29
II	38.9	16.8	15.79	34.52
III	37.7	17.1	11.57	30.64
IV	36.7	22.6	9.30	34.00
1983				
I	35.1	24.1	8.86	35.09
II	33.3	25.4	9.30	37.06
III	33.2	26.3	10.20	39.18
IV	33.3	28.3	9.75	40.08
1984				
Enero	36.0	28.2	9.89	40.87
Febrero	35.7	28.3	10.30	41.51
Marzo	35.2	28.3	10.95	42.34
Abril	35.4	28.3	11.12	42.56
Mayo (18)	35.5	28.3		

que, de todas maneras, los créditos deberían ser pagados tarde o temprano. Tampoco es correcto sostener que ese financiamiento se compensará mediante operaciones de "trueque" al exigir a los contratistas comprar exportaciones colombianas por un valor equivalente al de los proyectos.

De hecho, la generalización del sistema de "trueque" en operaciones de comercio exterior, en el cual el gobierno parece empeñarse, presenta peligros considerables. Si bien las operaciones selectivas de trueque pueden ser en teoría convenientes en una situación de estrechez cambiaria, una política generalizada tendería, en buena medida, a desviar a nuevos mercados exportaciones que de todas maneras se harían a mercados tradicionales (con el riesgo de perder estos últimos) así como a incurrir en importaciones innecesarias o muy costosas y, sobre

todo, a justificar proyectos de inversión inconvenientes en las actuales circunstancias cambiarias del país.

A su turno, el panorama del mercado cafetero internacional ha mejorado considerablemente de manera que es posible esperar un valor de exportaciones cafeteras en 1984 superiores en cerca de US\$140 millones a lo proyectado en la última entrega de esta revista. Las exportaciones menores a los países industrializados también se han incrementado como lo han hecho las compras de oro por parte del Banco de la República en razón de la elevación de su compra interna.

Las proyecciones cambiarias incluidas en este número de *Coyuntura Económica* demuestran que solamente a través de un incremento importante en el valor de las exportaciones del país en los próximos años y de la reducción drástica

del déficit de pagos en cuenta corriente, puede garantizarse que el país logre superar este período de estrechez cambiaría sin incurrir en problemas de iliquidez que obligue a acudir al Fondo Monetario Internacional y a renegociar su deuda pública. En consecuencia se propone elevar los subsidios a las exportaciones menores, incluyendo el establecimiento de un CERT a las exportaciones de servicios y, simultáneamente, incrementar de manera sustancial los aranceles para las importaciones (excluyendo únicamente las de alimentos), y encarecer adicionalmente los egresos por servicios no financieros a través de mayores exigencias de depósitos previos. Las virtudes de esta propuesta, en comparación con otras alternativas, se discuten en detalle en el capítulo sobre sector externo. Es importante subrayar que la adopción de este tipo de medidas resulta indispensable para asegurar que en 1985 se obtenga un superávit comercial superior a los US\$135 millones; máxime si se acoge la recomendación de reducir gradualmente el ritmo de las mini-devaluaciones.

De igual forma, el análisis del Informe Especial que se incluye en esta entrega, sugiere que el gobierno debería estudiar la conveniencia de desarrollar nuevos proyectos de exportación de carbón financiados en forma similar al proyecto de Cerrejón Norte (es decir, anticipando los ingresos por exportaciones futuras al período de construcción) en razón de la gran contribución a la cuenta de capitales que podría obtenerse de esta manera. Es claro, sin embargo, que tal decisión debería basarse en una apreciación realista del mercado del carbón — que hoy en día se en-

cuentra muy deprimido — y que en ningún caso convendría sacrificar ingresos futuros mediante concesiones en los términos contractuales a la inversión extranjera a cambio de lograr esta contribución de corto plazo a la cuenta de capitales de la balanza de pagos del país.

### III. El problema fiscal

Las cifras del Cuadro I-3 indican que el gasto público aumentó considerablemente en términos reales con respecto a su evolución en los primeros cuatro meses del año pasado. Sin embargo, debe recordarse que en la primera mitad del año anterior se produjo una caída sustancial en el gasto público real que se constituyó en una de las principales causas de agudizaciones de la recesión económica durante ese período. Como se señaló en la primera sección de este capítulo, esta evolución de gasto, aún después de descontar las tendencias estacionales no habría mantenido el ritmo de finales del año pasado a lo largo del primer trimestre de 1984. Por consiguiente de continuar vigente esta tendencia, el gasto sería insuficiente para alcanzar los niveles de crecimiento económico previstos por *Coyuntura Económica* en su entrega de marzo del presente año.

Esta preocupación se refuerza cuando se consideran la necesidad de compensar en el segundo semestre del año los efectos permanentes de la introducción del IVA (como se discutió en la primera sección de este capítulo) y los problemas de apropiación y ejecución presupuestales previstos con anterioridad por esta revista. De hecho estas dificultades se han agudiza-

Cuadro I-3

**BALANCE FINANCIERO DEL GOBIERNO CENTRAL NACIONAL**  
**Período Enero-Abril**

(Millones de pesos)

	Operaciones efectivas		Causación del gasto		Variación 1984-1983	
	1983	1984	1983	1984	Operaciones efectivas	Causación del gasto
I Ingresos Corrientes <sup>1</sup>	62.496	77.385	62.496	77.385	23.8	23.8
II Gastos Corrientes	74.394	92.390	68.516	81.918	24.2	19.6
— Gastos de funcionamiento	66.596	84.302	62.607	75.692	26.6	20.9
— Intereses y comisiones	7.798	8.088	5.909	6.226	3.7	5.4
III Ahorro	-11.898	-15.005	-6.020	-4.533	26.1	-24.7
IV Inversión	21.362	37.508	17.810	29.512	75.6	65.7
V Déficit	33.260	52.513	23.830	34.045	57.9	42.9
VI Financiación	33.260	52.513	23.830	34.045	57.9	42.9
1. Crédito neto	362	28.993	-4.489	12.539	(*) <sup>4</sup>	-379.3
— Recursos de crédito externo	1.507	13.838	—	19.044	818.2	—
— Recursos de crédito interno	2.472	24.171	—	1.795	877.8	—
— TAN	—	22.375	—	—	—	—
— Otros bonos	2.472	1.796	—	1.795	-27.3	—
(-) Amortización	3.617	9.016	4.489	8.300	149.3	84.9
2. Créditos Banco de la República	6.862	3.524	—	—	-48.6	—
— Cupo especial	6.862	3.524	—	—	-48.6	—
3. Ingresos no tributarios de la Cuenta Especial de Cambios	21.237	—	21.237	—	—	—
4. Fondo de Inversiones públicas	—	4.222	—	4.222	—	—
5. Saldo Cuenta Especial de Cambios	—	4.784	—	4.784	—	—
6. Disminución en depósitos en bancos	5.329	18.249	—	—	242.4	—
7. Discrepancia estadística <sup>2</sup>	-530	-7.259	-530	-7.259	—	—
8. Causación no financiada <sup>3</sup>	—	—	7.612	19.759	—	159.6

<sup>1</sup> Descontando devolución de sobrantes.<sup>2</sup> Discrepancia estadística: registra ingresos de la DIN que no habían sido trasladados a la Tesorería en la fecha de corte.<sup>3</sup> Causación no financiada: se refiere a gastos que pueden no haber llegado a Tesorería o, aún más, ser giros que no implican situación de fondos.<sup>4</sup> Incremento superior al mil por ciento.

**Fuente:** Informe de recaudos de abril de 1984, Dirección de Impuestos Nacionales. Informe Financiero Mensual de abril de 1984, Contraloría General de la República.

do por cuanto el rendimiento del Fondo de Inversiones Públicas ha resultado muy inferior al previsto como consecuencia de la veloz caída del nivel de las reservas internacionales y, especialmente, por las pérdidas incurridas en la liquidación de divisas diferentes al dólar. De otra parte, el déficit de apropiaciones se ha elevado en razón de decisiones del Ministerio de Trabajo que dan lugar a un aumento significativo sobre lo previsto en la última revista.

La relativa dinámica del gasto a que se ha hecho referencia se pudo mantener durante los tres primeros meses gracias al aumento importante de los recaudos tributarios, a la rápida colocación de Títulos de Ahorro Nacional, TAN, a la incorporación en el presupuesto de los créditos negociados a finales del año pasado, y a la utilización de casi todos los saldos de que disponía la Tesorería en el Banco de la República a finales del año pasado (ver Cuadro I-3). Infortunadamente las perspectivas inmediatas son muy poco halagüeñas por las razones que se resumen a continuación.

En primer lugar, el aumento del 23.6% en los recaudos tributarios con respecto al mismo período del año anterior se debió casi en su totalidad a un incremento en el recaudo del impuesto sobre las ventas de aproximadamente 40.9% (ver Cuadro I-4). Este aumento obedece simplemente, sin embargo, al cambio de calendario que acompañó la extensión del IVA de modo que en abril se recaudó la liquidación del impuesto correspondiente a los tres primeros meses del año, mientras que en marzo

del año pasado ingresó solamente lo correspondiente a los dos primeros meses del año. Teniendo en cuenta que en ambos eneros se recaudó lo correspondiente a noviembre y diciembre del año inmediatamente anterior se puede considerar, en forma burda, que los recaudos de los primeros cuatro meses de 1984 corresponden a cinco meses de venta mientras que los obtenidos en el mismo período de 1983 correspondían a cuatro. Descontando este efecto se obtendría un incremento de apenas el 23% en el recaudo, que resulta más bien bajo. Visto de otra manera, el recaudo del impuesto a las ventas entre abril y finales de julio será relativamente bajo comparado con el del mismo período del año anterior por cuanto corresponderá a tres meses de ventas frente a cuatro del año pasado.

Como queda dicho atrás los aumentos de recaudo por concepto de la extensión del IVA se materializarán sólo gradualmente durante este período y entrarán en plena vigencia a partir de julio cuando, a su vez, la pierdan las normas reglamentarias sobre inventarios.

Por su parte los recaudos de impuesto a la renta muestran un crecimiento negativo en los cuatro primeros meses del año en comparación con el mismo período del año anterior. En este caso, por el contrario, debe tenerse en cuenta que las cifras de los cuatro primeros meses del año anterior, que sirven de base para esta comparación, contienen el efecto de la amnistía de intereses decretada a fines de 1982. Descontando de la cifra respectiva de 1983 unos \$3.200 millones (estimativo del informe de la

**Cuadro I-4**  
**INGRESOS CORRIENTES TESORERIA – DIN**  
**Enero – Abril**

(Millones de pesos)

	1983			1984		
	DIN	Tesorería	Discrepancia estadística <sup>1</sup>	DIN	Tesorería	Discrepancia estadística <sup>1</sup>
1. Renta	17.225	15.878	1.347	16.644	15.401	1.243
2. Ventas	20.169	18.774	1.395	28.423	16.637	11.786
3. Aduanas	11.318	12.420	-1.102	12.572	17.133	-4.561
4. Café y remesas	1.263	1.263	—	878	801	77
5. Gasolina y ACPM	6.616	6.628	-12	8.748	8.723	25
6. Otros corrientes	4.041	2.839	1.202	5.902	3.477	2.425
7. Otros no tributarios	1.864	4.164	-2.300	4.218	3.170	1.048
8. Saldo CEC	—	—	—	—	4.784	-4.784
<b>Total ingresos corrientes</b>	<b>62.496</b>	<b>61.966</b>	<b>530</b>	<b>77.385</b>	<b>70.126</b>	<b>7.259</b>
9. Ingresos no tributarios CEC	21.237	21.237	—	—	—	—
10. Fondo de Inversiones públicas	—	—	—	4.222	4.222	—
<b>Total</b>	<b>83.733</b>	<b>83.203</b>	<b>530</b>	<b>81.607</b>	<b>74.348</b>	<b>7.259</b>

<sup>1</sup> Discrepancia estadística: Registra el mayor valor de recaudos frente a los recursos ordinarios de caja.

**Fuente:** Informe de Recaudos de abril, DIN. Informe Mensual de Tesorería de abril, Anexo No. 7.

Contraloría General de la República sobre el efecto de esa amnistía) se obtendría un crecimiento del 11%, que resulta todavía bajo frente a la tasa de inflación.

En el mes de mayo, sin embargo, se presentó un incremento sustancial en los recaudos del impuesto de renta con lo cual los acumulados de los primeros cinco meses del año superaron en un 37.6% a los del mismo período del año anterior. Este crecimiento se debió al aumento notable en la primera cuota de pago de las sociedades de capital, en comparación con las cifras respectivas del año pasado. No obstante, hay que considerar

que en este año se redujeron las cuotas de 4 a 3 (lo que explica un incremento del 33.3% en el valor del recaudo respectivo), y que, además, la primera cuota del año pasado no estaba afectada todavía por la declaración de renta del año gravable de 1982 (sino que correspondía a 1981) lo cual contribuye a explicar aproximadamente un 25% adicional de incremento. Al descontar estos efectos se obtiene un estimativo del crecimiento en el impuesto declarado por las sociedades atribuible a las reformas del año pasado que es ciertamente alentador pero de ninguna manera espectacular. Adicionalmente hay que recordar que el incremento po-



tencial en recaudos originado de dichas reformas se concentrará exclusivamente en la contribución de las sociedades (debido al efecto de la extensión de la renta presuntiva sobre el patrimonio a las sociedades limitadas y a la nueva presuntiva sobre ingresos netos) y, que por el contrario, debería presentarse una reducción en términos reales del recaudo correspondiente a personas naturales en virtud de la importante disminución en tarifas que tuvo lugar (si bien este último efecto pudo verse contrarrestado por la determinación de eximir de algunos programas de auditoría a quienes declararon un impuesto superior en 29% al liquidado en el año anterior). En consecuencia, los resultados de mayo no permiten todavía adoptar una visión optimista del efecto final de la reforma tributaria del año pasado sobre los recaudos del impuesto de renta y complementarios.

Ahora bien, el déficit fiscal en términos de operaciones efectivas creció en más de un 50% al comparar con el mismo período del año anterior, a tiempo que el principal rubro de financiamiento de ese déficit en 1983 (los ingresos no tributarios de la Cuenta Especial de Cambios) sólo estuvo disponible en una cuantía cinco veces inferior en 1984, a través del Fondo de Inversiones Públicas. Si bien la disminución de reservas internacionales hacía prever una disminución de estos recursos no se esperaba en forma alguna una reducción tan drástica. Un examen de los rubros de la Cuenta Especial de Cambios indica que la mayor parte de esta caída tuvo su origen en un considerable incremento en los egresos por manejo de reservas, cifra que

se elevó de \$4.400 millones en el primer trimestre de 1983 a \$15.200 en el mismo período del presente año. De estos \$15.000 millones, \$6.600 corresponden a una pérdida de casi \$10.000 millones en la liquidación de divisas diferentes al dólar, que sólo se vio parcialmente compensada por ganancias netas en las ventas de oro. Otros \$4.600 están asociados con la pérdida de cambio y el pago de intereses de la operación de títulos Canjeables y \$3.170 con el diferencial cambiario en la venta de derechos especiales de giro. En síntesis, la liquidación de reservas distintas a los dólares, a la cual se ha visto obligado el Banco Emisor para disponer de suficiente liquidez en los pagos internacionales, ha reportado pérdidas sustanciales que, entre otras cosas, ha dificultado considerablemente la financiación del déficit fiscal.

En estas circunstancias el gobierno se vio en la necesidad de utilizar una gran proporción de los saldos de la Tesorería disponibles a final del año pasado en el Banco de la República (\$18.249 millones de los \$20.000 disponibles), a usar \$4.784 millones del saldo de fin de año de la Cuenta Especial de Cambios (de los \$5.617 millones disponibles), y a gastar la mayoría de los recursos de crédito externo obtenidos a finales del año pasado (\$13.838 millones), así como los obtenidos a través de la colocación de Títulos de Ahorro Nacional (\$22.375 millones sobre un total estimado de disponibilidades netas en el año del orden de \$35.000 millones), llegando incluso a atender con recursos del Banco de la República la redención de los TAN ya vencidos. O sea que, para ejecutar



el nivel de gasto ya mencionado, el gobierno acudió prácticamente a usar todo peso a su alcance. Con todo, el déficit de la Tesorería se elevó a fines de marzo y abril a una suma superior a los \$23.000 millones de pesos.

En otras palabras, el gobierno ha estado operando desde marzo bajo una fuerte restricción de liquidez y ha utilizado en gran parte los recursos de financiación que le estaban disponibles. Por todo lo anterior, puede preverse que en el segundo trimestre del año los problemas de ejecución hubieran sido sumamente severos, siendo incluso posible que no se hubiera podido mantener ni siquiera la dinámica relativa de gasto público de los primeros tres meses. De ocurrir así, no habría sido posible sostener en este trimestre el ritmo de crecimiento económico y se habrían comenzado a enfrentar situaciones graves de suspensión de pagos del presupuesto.

Por las razones anotadas atrás se hace necesario revisar la proyección incluida en la última entrega de *Coyuntura Económica* en cuanto a los recursos disponibles en el Fondo de Inversión Pública en el año completo. La cifra de \$45.000 millones que se estimó en esa oportunidad debe reducirse a la de \$25.000 millones. En esta forma el déficit de financiamiento de las operaciones planeadas por el gobierno ascenderá a una suma de entre \$55.000 y \$70.000 millones a lo cual debe añadirse el efecto aún no contabilizado de los aumentos en gastos salariales, a que se hizo mención.

Como consecuencia, de no sufrir los recaudos del impuesto de renta

un incremento considerable por la aplicación de las normas aprobadas el año pasado, no existiría una opción distinta para financiar este faltante que la de recurrir al Congreso Nacional para solicitar una ampliación o renovación de los cupos de emisión autorizados en 1984, o autorizaciones adicionales de endeudamiento público interno que alcancen, en total, una cuantía cercana a las cifras mencionadas. El Congreso debería ocuparse con carácter de urgencia de esta materia si es que se desea evitar una crisis fiscal de proporciones inmanejables. Por supuesto, esta situación se hubiera podido evitar con una mayor previsión del gobierno. *Coyuntura Económica* señaló en su edición de septiembre de 1983 cómo, a pesar de las afirmaciones del gobierno, las autorizaciones consignadas en la Ley 10a. de 1983 no resultarían suficientes para la ejecución presupuestal de 1984 (aunque sí lo sería para 1983) y cómo el proyecto de presupuesto presentado a consideración del Congreso incorporaba un déficit de apropiaciones y una sobreestimación de ingresos que, en conjunto, implicaba la consecución de recursos financieros por un monto total del orden de \$150.000 millones tal como se comprueba, con absoluta claridad, en este momento.

#### IV. Moneda y crédito

En el primer trimestre de 1984 los medios de pago se contrajeron en un 9.9% en comparación con su cuantía al término de 1983. Esta disminución es la más severa ocurrida en el primer trimestre de los últimos seis años. No obstante, como el nivel alcanzado a fines del año pasado era relativamente alto

Cuadro I-5

## VARIACIONES EN LA BASE MONETARIA SEGUN SECTORES ECONOMICOS

(Primer trimestre de 1984)

I. Sector gobierno		41.203
Crédito del Banco de la República	31.093	
Crédito externo	10.110	
II. Sector privado		-24.116
Crédito del Banco de la República	-14.498	
Crédito externo	-1.124	
Operaciones monetarias del emisor	-8.494	
III. Sector externo		-57.915
Saldo corriente de la balanza cambiaria	-57.915	
IV. Otros		-2.936
Otros movimientos de divisas	-5.770	
Efecto precio sobre las reservas internacionales netas	12.904	
Fondo de inversiones públicas	-1.091	
Fondo de estabilización cambiaria	-219	
Otros activos netos	-8.760	
V. Variación trimestral en la base monetaria	-43.764	

Fuente: Banco de la República.

en comparación con la misma cifra a finales de 1982, el promedio de liquidez durante el trimestre fue superior en términos reales al del primer trimestre de 1983, cuando, como se recordará, tuvo lugar la mayor reducción en el ritmo de actividad económica del período recesivo reciente.

La contracción mencionada corresponde a una reducción del 15.8% en la base monetaria y a un aumento del 7% en el multiplicador. El descenso de \$57.915 millones en la base se originó en el saldo corriente deficitario de la balanza cambiaria y a operaciones del sector privado por valor de \$24.116 millones, cifras que fueron compensadas apenas en un 50% por la expansión primaria orientada a

financiar el déficit fiscal (véase Cuadro I-5).

El gran drenaje de dinero en razón del desequilibrio externo se debe tanto a la agudización del déficit en dólares en la cuenta corriente de la balanza cambiaria (a diferencia de lo ocurrido en la balanza de pagos tal como se señala en el Capítulo del Sector Externo) como a la alta tasa de devaluación nominal. A su turno, la mayor parte de la contracción debida al sector privado es consecuencia de cancelaciones de crédito de las corporaciones de ahorro y vivienda al FAVI y de la adquisición de títulos de encaje del mismo fondo. Adicionalmente, la mayor acumulación de depósitos para la obtención de licencias de cambio, la nueva venta

de entidades públicas de títulos canjeables por parte del Banco de la República, y la diferencia entre las captaciones y las colocaciones del Fondo Financiero Agropecuario, contribuyen al crecimiento negativo de la oferta monetaria.

Por su parte el gobierno utilizó las tres cuartas parte de los depósitos a disposición de la Tesorería en el Banco de la República a fines de diciembre, la casi totalidad del saldo a su favor en la Cuenta Especial de Cambios y, además, acudió al uso de la garantía de los Títulos de Ahorro Nacional en el Banco de la República, de modo que ha sido esta última entidad la que se ha encargado de redimir los TAN vencidos. Estos canales de emisión a favor del gobierno sustituyeron en gran parte la emisión que se esperaba a través del Fondo de Inversiones Públicas y que no se materializó en razón, principalmente, de las grandes pérdidas incurridas en la liquidación de marcos y de otras monedas extranjeras diferentes del dólar.

A su vez, el crecimiento del multiplicador en el curso del primer trimestre es atribuible, como es usual, al descenso de la relación efectivo a depósitos en cuenta corriente pero se vio compensado, en parte, por la ampliación de los depósitos del sistema bancario en el Banco de la República. Este segundo factor hace considerablemente diferente la evolución reciente a la del primer trimestre del año anterior cuando la eliminación del encaje marginal contribuyó a elevar a niveles sin precedentes cercanos el multiplicador monetario. El aumento de la relación efectivo a depósitos en cuenta corrien-

te refleja la preferencia del público por activos líquidos rentables y por aquellos denominados en moneda extranjera. A su vez el aumento de reservas de los bancos revela una situación general de buena disponibilidad de liquidez en la banca privada. La liquidez de los bancos por otro lado, estuvo financiada, en gran parte, por el incremento de captaciones de CDT'S a costos que gravitan sobre su estado de pérdidas y ganancias, y es consecuencia también de la renuencia de la banca a otorgar nuevos créditos, fenómeno que se agudizó en el primer trimestre de 1984 en comparación con lo ocurrido en el mismo período en años anteriores.

El aumento de captaciones en CDT'S de la banca y de pagarés de las compañías de financiamiento comercial se logró a expensas de un descenso de las captaciones del sistema como consecuencia, básicamente, de la reducción de los rendimientos relativos del UPAC frente a los otros activos. Esta caída, además, se explica por la mayor preferencia del público por activos líquidos rentables en moneda extranjera debida a las expectativas de devaluación y al diferencial actual entre tasas pasivas externas e internas a la cual se hizo referencia en la sección sobre el problema externo. Esta reducción en las captaciones del sistema UPAC está afectando negativamente la actividad de la construcción de vivienda por lo cual el gobierno adoptó medidas para mejorar de nuevo su rentabilidad relativa si bien, como se comentó atrás, éstas no serán suficientes para alcanzar la meta importante del financiamiento para este sector prioritario dentro de los planes del gobierno.

## V. Inflación

Después de un interregno entre noviembre y febrero la caída en la tasa de inflación continuó entre marzo y mayo del presente año. Esta baja adicional es principalmente consecuencia, tal como sucedió en el año pasado, de una situación de abundancia de oferta de alimentos y, secundariamente, de la persistencia de una virtual congelación en los niveles de los arriendos. La nueva desaceleración en el ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos se debe, en lo fundamental, al componente pecuario de la canasta familiar. La oferta de ganado, que debido al comportamiento del ciclo ganadero se consideraba apenas hace un año como el principal limitante a la reducción de la tasa de inflación se modificó radicalmente a lo largo de los últimos doce meses, como reflejo, inicialmente, de la situación cambiaria en Venezuela. Mientras en mayo de 1983 los precios del ganado se elevaron en casi un 40% anual equivalente, en mayo de 1984 redujeron su ritmo de crecimiento a menos de un 8% anual equivalente, lo cual contribuyó en casi 4 puntos a la disminución de la tasa de inflación global del país. El análisis sobre la coyuntura ganadera que se incluye en el Capítulo sobre Actividad Económica Sectorial de esta revista indica que el aumento de oferta debido al cambio en la dirección del comercio fronterizo podría adquirir una mayor permanencia pues las cifras indican que se aproxima el final del ciclo de retención de hembras. Otros rubros de la canasta de alimentos muestran un comportamiento bien diferente; las hortalizas, frutas y tubérculos continúan sometidos a grandes fluctuaciones

de oferta y de precios, y los precios de los cereales han venido creciendo rápidamente como consecuencia de los mayores precios internacionales, de la tasa de devaluación, y de la política de sustitución de importaciones que rigió la fijación más reciente de los precios de sustentación para este tipo de productos.

En resumen, la tasa de inflación podría alcanzar un mínimo a finales del primer semestre y elevarse ligeramente de nuevo hasta un nivel de entre 15% y 18% a finales del año, habida cuenta de la presión de costos industriales como consecuencia de la tasa de devaluación, los controles a las importaciones, y del impacto del IVA que, como se mencionó atrás, fue pospuesto esencialmente para el segundo semestre del año mediante la reglamentación sobre el tratamiento de inventarios. De otra parte, aún si los mercados de alimentos y vivienda continúan contribuyendo a mantener bajo el ritmo de elevación de los precios, debe reconocerse que están sujetos a un alto grado de incertidumbre y que, además, desde un punto de vista estadístico su nivel en el segundo semestre habrá de compararse con la base relativamente baja del segundo semestre del año anterior, a diferencia de lo que ha sucedido con las cifras hasta mayo del presente año. En todo caso, las nuevas condiciones de abundante oferta de ganado y carne contribuirán sin duda a que la inflación no supere un 18% en el año.

## VI. Consideraciones sobre la política macroeconómica

Entre amplios círculos de economistas se acepta el papel activo



que juegan las exportaciones y el gasto público como impulsores de la actividad económica. En la teoría macroeconómica convencional se los analiza —paralelamente con la inversión— como gastos “autónomos”, esto es que no se encuentran limitados por la existencia previa de ingresos corrientes, como sí lo estarían el consumo, los impuestos, las importaciones o el ahorro. La utilización corriente de modelos macroeconómicos que no diferencian el carácter de los mercados urbano y agrícola ha conducido a la creencia de un similar impacto multiplicador de ambos tipos de gasto exógeno. Esta creencia, y el tradicional énfasis en sus implicaciones monetarias, ha conducido generalmente a evaluar las posibilidades de la expansión del gasto público o del crédito privado acorde con la evolución de la cuenta corriente de la Balanza Cambiaria. Así, en épocas de superávit cambiario correspondería al sector público (o al privado, según las preferencias políticas) un papel contraccionista, mientras lo contrario podría ocurrir cuando la situación cambiaria lo permita. En el horizonte próximo ello indicaría a los seguidores de esta perspectiva analítica que la disminución del déficit en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos, —inevitable dado su actual monto—, sería una señal para reducir el déficit fiscal, por sus implicaciones monetarias. ¿Quiere decir que debe limitarse la expansión de gasto público o buscar un incremento en los recaudos tributarios?

*Coyuntura Económica* ha querido en esta entrega revisar la experiencia de la economía colombiana en la postguerra para derivar de

ella algunas lecciones sobre el manejo del gasto público en la coyuntura que se prevé. La utilización del déficit fiscal como elemento de compensación del desequilibrio externo no ha sido algo novedoso en el país, como lo creyeran hace sólo unos meses algunos críticos de esta elemental propuesta keynesiana, sino, por el contrario, un instrumento al cual se ha acudido frecuentemente, así haya sido a veces en forma parcial. Sin embargo, esa compensación de las fluctuaciones de los ingresos de los exportadores a través de movimientos de signo contrario en el gasto público no ha sido neutra desde el punto de vista de la actividad urbana, como lo demuestra el impacto diferente de ambas formas de gasto autónomo (gasto público y exportaciones). Así, como se observa al analizar la experiencia del país en la últimas décadas, la comparación del déficit externo y del público es insuficiente como criterio para evaluar las posibilidades del gasto gubernamental, por ocultar el diferente carácter macroeconómico de uno y otro tipo de gasto. Por ello, debe complementarse el análisis diferenciando el impacto global de las diferentes modalidades de gasto autónomo.

#### *A. El carácter compensatorio de los déficit externo y público*

Los ciclos de la actividad urbana han sido el producto de la combinación de la situación fiscal y externa resultante tanto de los balances netos de estas cuentas (exportaciones menos importaciones y gasto público menos impuestos) como de los gastos brutos de ellas (gasto público y exportaciones).

La compensación parcial del efecto depresivo del déficit externo mediante el expediente del déficit fiscal ha constituido una constante en la historia económica del país. El peso de cada uno de estos balances como proporción del producto interno bruto señala una correlación inversa grande en la economía colombiana de la postguerra (Gráfico I-6). El resultado de la compensación —o suma de los balances fiscal y externo— indicaría, a su vez, una correlación más o menos estrecha con el ciclo urbano, especialmente en ciertos períodos (Gráfico I-7). No obstante lo anterior la comparación de los balances netos fiscal y externo es insuficiente cuando se trata de evaluar su impacto macroeconómico. Dos razones sustentan la afirmación anterior.

Los balances netos (exportaciones menos importaciones e inversión menos ahorro público) incluyen componentes autónomos y componentes endógenos al ingreso. Las importaciones y los impuestos —que constituyen los drenajes macroeconómicos al ingreso— han resultado relacionados con la actividad urbana muy estrechamente. Aunque, por supuesto, la estructura de impuestos e importaciones se ha visto modificada por sucesivas consideraciones administrativas, la evolución de su monto ha resultado muy paralelo al ciclo urbano (Gráfico I-8). Así, en ciertas ocasiones un auge exportador puede no conducir a superávit externo por la respuesta de las importaciones (primer quinquenio de los cincuenta) o un impulso de gasto no manifestarse en déficit fiscal si los impuestos son elásticos al ingreso (segundo quinquenio de

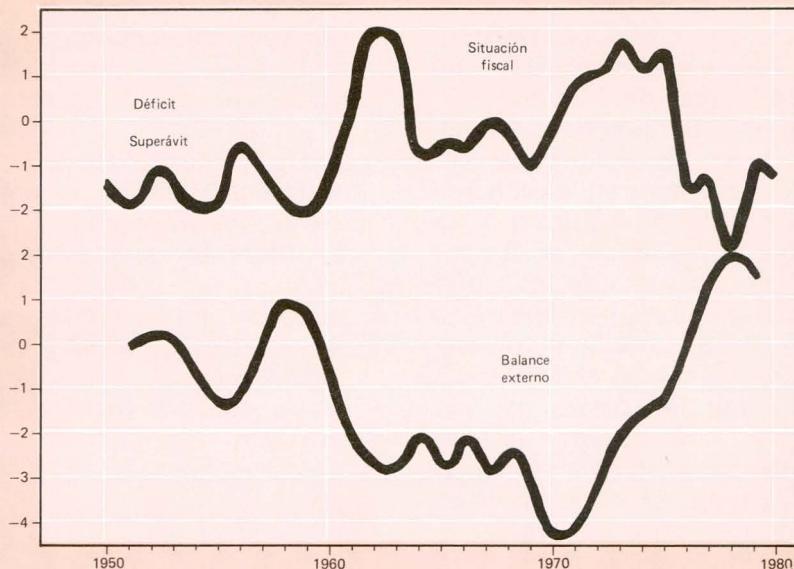
los sesenta). De esta forma, la comparación de los balances fiscal y externo —cuando éstas presentan un componente parcialmente endógeno— puede ocultar el verdadero proceso macroeconómico.

Una segunda razón para pasar del análisis de los balances al de los gastos autónomos la constituye el diferente carácter que —desde el punto de vista de la dinámica urbana— presentan las exportaciones y el gasto público, por su impacto sobre la demanda. Vale la pena estudiar este aspecto con mayor detalle.

#### *B. El diferente carácter macroeconómico de los componentes autónomos de la demanda*

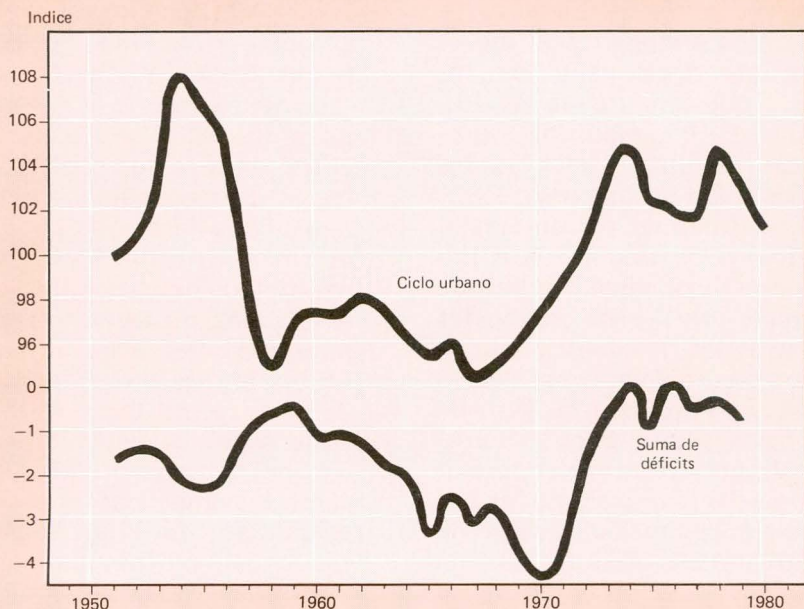
Desde un punto de vista sectorial la economía colombiana está compuesta por mercados cuya dinámica de corto plazo es bien diversa. Aun cuando, como es obvio, el comportamiento de cualquier mercado está influido por consideraciones de oferta y demanda, el peso de uno u otro aspecto varía entre los diversos sectores económicos. En particular, parece razonable considerar que en Colombia la dinámica urbana está determinada fundamentalmente por consideraciones de demanda efectiva, mientras la evolución agropecuaria reflejaría más directamente consideraciones del lado de la oferta, tales como la disponibilidad y el uso de factores productivos. Así, como lo comprueba la experiencia colombiana, los diferentes sectores responden en forma diversa ante impulsos en la demanda global: mientras la industria —y con ella la actividad urbana complementa-

GRAFICA I-6  
LOS DEFICIT FISCAL Y EXTERNO



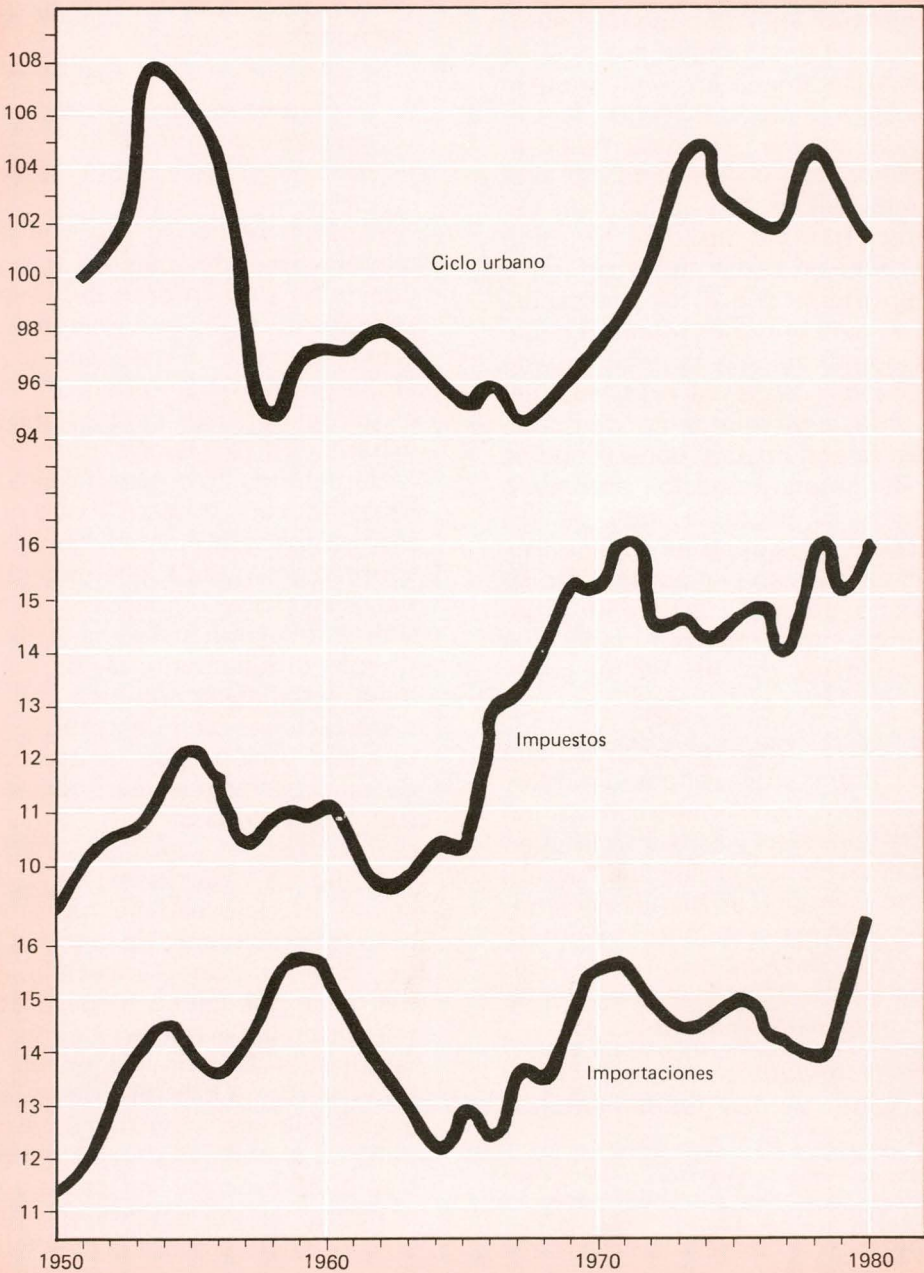
**Metodología y fuente:** El superávit fiscal se define como la diferencia entre ahorro gubernamental y la inversión pública. El balance externo como la situación en cuenta corriente. Ambos balances se definen como proporción del PIB a precios corrientes. Cuentas Nacionales, Banco de la República.

GRAFICA I-7  
CICLO URBANO Y LOS BALANCES EXTERNO Y FISCAL



**Metodología:** El ciclo urbano se define como las desviaciones sobre la tendencia del componente no agropecuario del PIB y los déficits de la gráfica 1 se suman con signo contrario.

GRAFICA I-8  
CICLO URBANO, IMPUESTOS E IMPORTACIONES



Metodología y fuente: Ver gráfica anterior.



ria — ajusta sus niveles de producción, la agricultura — especialmente su subsector tradicional — responde con cambios de los precios<sup>1</sup>.

Por consiguiente, es preciso diferenciar los componentes autónomos del gasto según sea posible o no determinar *a priori* su impulso directo e inmediato sobre la demanda urbana. De esta manera, los impactos de demanda provenientes del gasto público y la exportación tiene un carácter bien diferente en razón de lo selectivo de su efecto sobre los mercados. Desde este punto de vista, el gasto autónomo de la economía puede ser de dos tipos: el primero, que constituye directamente demanda hacia la actividad urbana y que se le denominará *gasto autónomo urbano*. El segundo, que genera ingresos a los agentes económicos cuya asignación — y por lo tanto su impacto sobre la actividad urbana — no está predeterminado, que se llamará *gasto autónomo general*.

*El gasto autónomo urbano* tiene tres componentes: el gasto público en compra de bienes (constituido por la inversión y consumo final en bienes nacionales), la construcción (como inversión en bienes nacionales) y las exportaciones manufactureras. Su expansión significa, directamente, ampliación de la demanda efectiva urbana.

*El gasto autónomo general* tiene dos componentes fundamentales:

<sup>1</sup> Para desarrollo de este esquema para la economía colombiana puede consultarse dos trabajos recientes. Eduardo Sarmiento, *Funcionamiento y control de una economía en desequilibrio* Bogotá, CEREC, 1984, y Juan Luis Londoño, *La Agricultura, El Esquema IS-LM y el Modelo de las Brechas*. FEDESA-RROLLO, 1984, mimeo.

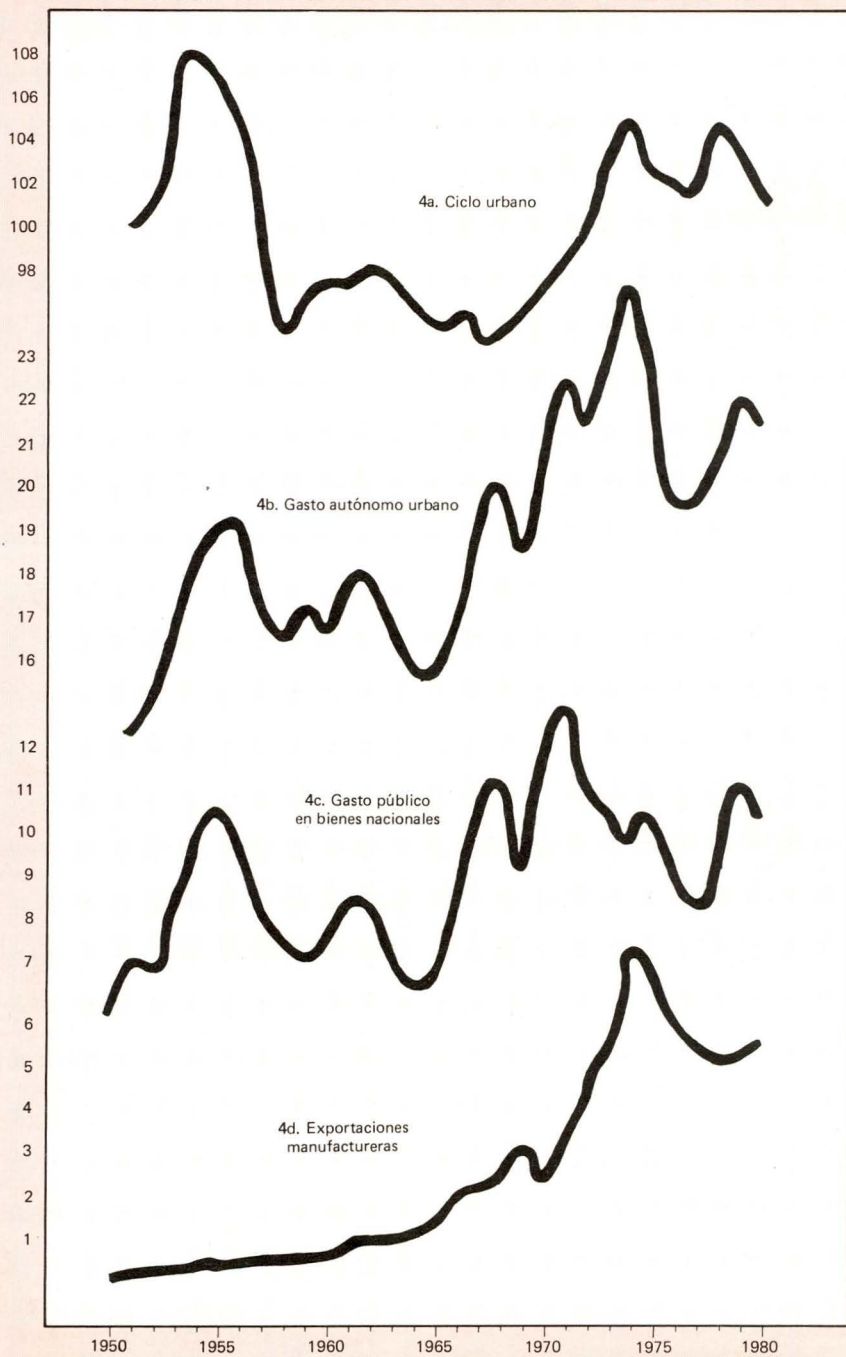
el derivado de las exportaciones de origen agropecuario y el del gasto público en burocracia. Los ingresos allí generados pueden destinarse a la demanda de bienes urbanos, al consumo de bienes agropecuarios, o al ahorro.

### C. *El diverso impacto urbano del manejo compensatorio del gasto público*

Anteriormente se vio cómo el manejo fiscal del país en la postguerra ha sido en gran parte compensatorio de los movimientos del sector externo. Esta acción, sin embargo, no ha sido neutra desde el punto de vista de la actividad urbana. En la historia económica reciente el gasto autónomo urbano ha tenido un impacto mayor que los gastos autónomos generales sobre la actividad económica urbana. Los ciclos respectivos, especialmente el industrial, han reflejado más directamente el comportamiento del gasto público, de las exportaciones manufactureras y de la construcción, que la evolución de las exportaciones agropecuarias o de la burocracia.

Como se observa en la Gráfica 1-9, el ciclo urbano ha dependido estrechamente de la evolución del gasto urbano, especialmente del gasto público en bienes nacionales y de las exportaciones manufactureras. El impulso expansivo de la bonanza cafetera de los cincuenta fue mayor porque se acompañó de expansión del gasto mientras que el recorte del gasto en la bonanza de los setenta posterior afectó negativamente el crecimiento industrial. A su vez, el dinamismo que registró la actividad urbana entre 1967 y 1974 puede atribuirse

# GRAFICA I-9 EL CICLO URBANO Y LOS GASTOS AUTONOMOS



Metodología: Se definen 4b, 4c y 4d como proporción del PIB.

al auge de las exportaciones manufactureras y, en forma simultánea, a la expansión del gasto público en bienes nacionales. El decaimiento de la actividad urbana a partir de 1975 se asocia con el recorte del gasto público en bienes nacionales y con la pérdida de dinamismo de las exportaciones industriales.

El influjo de las exportaciones agropecuarias sobre la demanda efectiva urbana ha sido en muchas ocasiones parcial e indirecto pues, por razones económicas e institucionales, los ciclos de éstas se han manifestado en gran parte en fluctuaciones del ahorro y del consumo de alimentos (Gráfico I-10). Tal fue el resultado de los manejos cambiarios del segundo quinquenio de los cincuenta y de los setenta cuando los superávits externos se manifestaron en un auge del ahorro de los hogares<sup>2</sup>. Así, podría decirse que los ciclos de exportaciones agropecuarias han tenido un impacto sobre la actividad urbana mayor desde el punto de vista de la oferta que de la demanda, al aportar divisas y ahorro más que gasto en bienes urbanos.

El análisis anterior implica, entonces, que el manejo compensatorio del gasto público no ha resultado neutro para la actividad urbana, como podría deducirse al observar la suma de los gastos o de los déficits en las cuentas fiscal y externa. La reducción del gasto público para compensar el impacto monetario de la expansión de las exportaciones agropecuarias ha resultado en una contracción neta de la

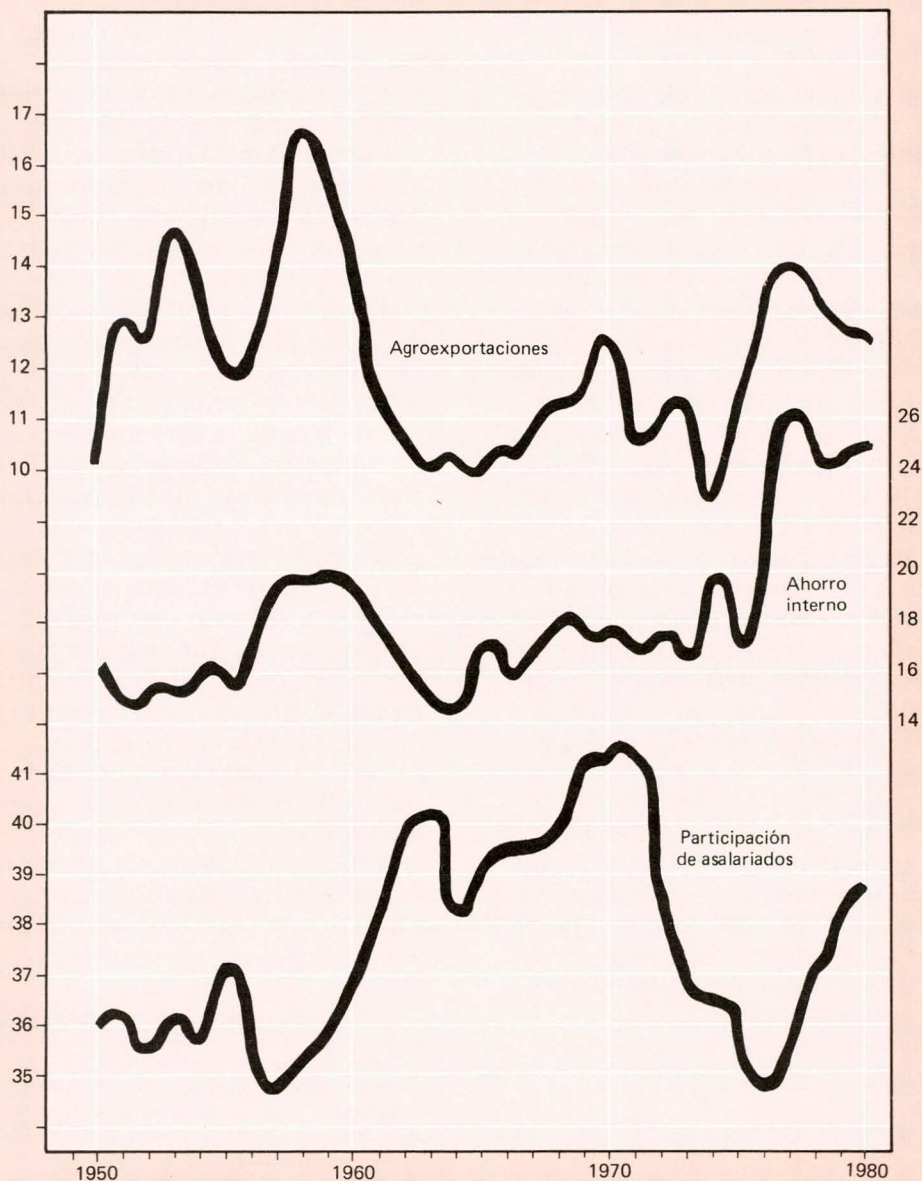
demanda efectiva urbana. Por el contrario, la ampliación del gasto para compensar la caída de los ingresos externos —constituídos tradicionalmente por exportaciones agropecuarias— ha inducido dinamismo a la actividad urbana-industrial. Tampoco la distribución factorial del ingreso ha sido neutra frente a esta compensación de gastos autónomos de índole diversa. El impulso agroexportador ha tendido a impulsar la distribución del ingreso hacia los grupos no asalariados (propietarios rurales y comerciantes), mientras el gasto público ha tendido a fortalecer la expansión del fondo salarial, y por ende la participación de los asalariados en el ingreso nacional (Gráfico I-9). De tal manera que, históricamente —y aunque parezca paradójico— la actividad y los ingresos de las clases urbanas se han visto beneficiadas *relativamente* en las épocas de dificultades externas, al ser impulsado por el gasto público compensatorio y la sustitución de importaciones.

#### *D. Algunas conclusiones sobre el manejo del gasto en la actual coyuntura*

El ejercicio anterior indicaría que un análisis de las posibilidades de ampliación del gasto, centrado exclusivamente en la perspectiva de sus implicaciones monetarias, aparece como limitado y parcial. La recomendación que se derivaría del mismo tampoco sería aceptable. Recortar el gasto en la medida en que se disminuya el margen monetario generado por la caída en las reservas internacionales podría significar una solución excesivamente recesiva y, por lo tanto,

<sup>2</sup> La definición de los hogares en las cuentas nacionales incluye todos los ingresos agrícolas y, por ende, el ahorro de aquellos refleja en gran parte la evolución de éstos.

**GRAFICA I-10**  
**AGROEXPORTACIONES, AHORRO Y SALARIOS**



**Metodología:** Definido como proporción del PIB a precios corrientes.



socialmente explosiva en las actuales circunstancias.

La reducción del desequilibrio en la cuenta corriente de la balanza de pagos que se prevé para el futuro próximo no debe interpretarse, entonces, como una señal para el recorte del gasto público.

La recuperación de las agro-exportaciones que resultaría de cambios en la situación cafetera, o de la respuesta de otras exportaciones menores a los incentivos cambiarios, facilitaría la expansión de la oferta urbana en proporción mayor de la demanda efectiva directa que ella generaría. El gasto público en *bienes nacionales* es necesario no solamente en épocas de enormes déficit externos sino como impulsor general de la actividad urbana. Las características estructurales de la economía colombiana (incipiente producción de bienes de inversión que limita la endogenización de la demanda efectiva dentro de la dinámica del sector privado) exige del gasto público un papel permanente de estimulante de la demanda efectiva.

Por ello, bien vale la pena retomar la experiencia de la época de los mayores déficit de balanza de pagos, no siempre observada en todas sus características y consecuencias. En la segunda parte de

los años sesenta el desequilibrio externo tuvo menores consecuencias recesivas gracias a un fuerte impulso del gasto público *equilibrado*. La gran expansión del gasto autónomo urbano del período 1966-1971 dinamizó en forma importante la actividad urbana, y no se manifestó en déficit fiscal gracias a los ajustes administrativos que hicieron posible recobrar elasticidad a los tributos. Quizá este menor desequilibrio inicial contribuyó a la persistencia del impulso de gasto. La experiencia colombiana presenta, por tanto, períodos en los cuales la limitación de divisas no condujo a una contracción del gasto, sino a todo lo contrario. La política fiscal es tal vez una de las herramientas más poderosas para un manejo de la composición de la demanda consistente con la estrechez de divisas de los próximos años. La preocupación por las implicaciones monetarias del actual déficit debería conducir por consiguiente a reforzar aún más los ingresos, antes que a recortar los gastos. El gobierno debe prepararse para financiar sanamente un mayor nivel de gasto, que no puede ser de cualquier tipo. Las importaciones oficiales (incluyendo las de equipo militar)<sup>3</sup> y el gasto en burocracia tienen un menor impacto positivo sobre la demanda efectiva que las compras de bienes nacionales.

<sup>3</sup> Un estudio reciente de la experiencia de gasto militar en los países en desarrollo ha mostrado que, al contrario que en los países desarrollados donde el equipo militar se produce, induciendo dinamismo económico en el resto de países, el mayor gasto militar ha ido acompañado de un menor crecimiento relativo y mayores déficit en Balanza de Pagos. Véase Lance Taylor et. al. *Macroeconomic Impact of Military Expenditure in Developing Countries* Economic Development and Cultural Change, April 1984.

# Actividad económica Sectorial

## I. Perspectivas de la producción agrícola 1984

### A. Producción agrícola

#### 1. La cosecha del primer semestre de 1984

##### a) Siembras y producción

Según las evaluaciones preliminares del Ministerio de Agricultura de los resultados de la cosecha del primer semestre agrícola del año 1984<sup>1</sup>, la producción de los cultivos transitorios disminuyó en 5.2% al comparársele con igual período del año anterior. Dicha disminución se explica tanto por una reducción en área (-1.0%) como en rendimientos (-4.3%) (ver Cuadro I-1).

La mayor disminución en área y producción tuvo lugar en ajonjolí y soya, en tanto que en los cultivos de algodón y maní se

obtuvieron los mayores aumentos. Como se ha reseñado en anteriores entregas de *Coyuntura Económica*, las dificultades en la comercialización del ajonjolí y la baja disponibilidad de semillas de buenos rendimientos en el caso de la soya explican las reducciones en las respectivas áreas sembradas. A su vez las grandes posibilidades que actualmente ofrece el mercado internacional y las adecuadas políticas estatales, explican el repunte del cultivo del algodón.

Al clasificar los productos según grupos, se observa que el área sembrada en exportables creció en 14.1% en tanto que su producción aumentó en sólo un 2.8%, indicando una reducción en sus rendimientos; el comportamiento de este grupo se explica casi en su totalidad por el del algodón. El área sembrada de importables disminuyó en 6.2% y su producción en un 6%; en el maíz fue el único

<sup>1</sup> Corresponde al período calendario 1983/84.

CUADRO I - 1

**AREA SEMBRADA Y PRODUCIDA EN CULTIVOS  
TRANSITORIOS DIFERENTES AL CAFE**

	Area sembrada (miles de Has.)			Producción (miles de tons.)		
	1982/83	1983/84	Variación	1982/83	1983/84	Variación
Ajonjolí	6.7	4.0	-40.3	3.5	2.4	-31.4
Algodón	37.7	76.5	102.9	47.2	116.5	146.8
Arroz	136.3	126.3	-7.3	720.2	673.4	-6.5
Cebada	7.5	5.8	-22.7	11.6	9.1	-21.6
Fríjol	73.2	67.7	-7.5	54.3	51.5	-5.2
Maíz	237.0	247.7	4.5	353.9	355.1	0.3
Maní	0.8	1.1	32.5	1.2	1.6	37.5
Papa	75.4	73.3	-2.8	1,031.1	922.3	-10.6
Sorgo	149.9	129.4	-13.7	325.1	316.5	-2.7
Soya	34.8	20.5	-41.1	72.8	35.1	-51.8
Tabaco	4.4	4.5	2.3	7.4	7.6	2.7
Trigo	12.9	12.5	-3.1	19.8	20.2	2.0
Total	776.8	769.3	-1.0	2,648.1	2,511.4	-5.2

**Fuente:** Ministerio de Agricultura.

cultivo de este grupo que obtuvo aumentos en área sembrada (4.5%). Lo anterior indica de nuevo las serias restricciones con que en el corto plazo se enfrenta la política de sustitución de importaciones en que se ha empeñado el gobierno. El grupo de productos no comercializables redujo su área en 2.4% y su producción en 10.5%; cifras explicadas en su totalidad por el comportamiento del cultivo de la papa.

#### b. Valor de la producción

El valor de la producción de cultivos transitorios de la cosecha del primer semestre agrícola del año 1984 disminuyó en 1.4% con respecto a igual período de 1983 (en precios constantes de 1975). Solamente se presentó un aumento (2.8%)

para el grupo de exportables pues el mayor valor del algodón más que compensó la caída en los otros cultivos pertenecientes a este grupo. Los importables y no comerciables redujeron el valor de su producción en 6% y 10.5% respectivamente.

#### 2. Las nuevas siembras

El área inscrita en el ICA a abril de 1984 señalaba una disminución de 9.9% con respecto al mismo mes del año anterior. Se presentaron aumentos en área sembrada en ajonjolí, algodón, maní, papa, trigo, yuca y ñame. En los demás cultivos transitorios se redujo el área sembrada.

Los aumentos de precios de las materias primas utilizadas en la industria de aceites y grasas, y unas mejores perspectivas en los

mercados externos, han permitido el aumento de las áreas sembradas en ajonjolí aunque los niveles actuales distan mucho de los alcanzados en 1982. Los incrementos de productividad han evitado que los bajos precios desestimen las siembras de papa, lo que unido a las expectativas de exportación y a las dificultades que enfrentan los productores en la siembra de cebada (para la cual la papa es un sustituto) explican los aumentos en las áreas sembradas de este cultivo. Los incrementos de las siembras en trigo no corresponden a lo esperado pues las condiciones estructurales que han limitado su desarrollo en los últimos años aún continúan. Los aumentos de las áreas sembradas en yuca y ñame obedecen a la respuesta de los productores ante los altos precios observados durante los años anteriores. Los bajos precios vigentes actualmente son indicadores de una oferta abundante lo cual podrá repercutir en menores áreas sembradas en el próximo semestre.

Las dificultades en la comercialización del sorgo así como las mejores perspectivas que ofrece el algodón en materia de precios y comercialización, han afectado negativamente las siembras del primero de estos productos (disminuyeron en 30%). A pesar de los estímulos de mayores precios internos, resultado de una baja producción doméstica, y de las posibilidades de sustitución en razón de los altos precios externos, las siembras de soya no se recuperan; por el contrario, se han reducido con respecto al año anterior. Este es otro cultivo sobre el cual pesan serias restricciones estructurales. Los ligeros aumentos en los pre-

cios del maíz parecen no constituir incentivo suficiente para que los productores aumentaran las siembras. Los bajos precios observados durante una buena parte del año anterior desestimularon las siembras de frijol, pues éstas disminuyeron en un 34%.

Las dificultades que pesaron sobre el cultivo de arroz en 1982 y 1983 (bajos precios externos e internos, alta acumulación de existencias en el IDEMA, y dificultades en el pago de la cosecha por parte del Instituto a los agricultores) han afectado el nivel de siembras para el presente año; el área inscrita en abril en arroz de riego y secano había disminuido en 22.7% y 12.6% respectivamente. De continuar esta tendencia la situación de este cultivo al finalizar el año será, muy probablemente, contraria a la observada en los dos años anteriores; vale decir, de escasez y altos precios.

### *3. Las perspectivas de producción en año completo*

Los indicadores anteriores permiten afirmar que para 1984 el área total cosechada en cultivos diferentes a café disminuirá en un 2% aproximadamente, lo que contrasta con las expectativas del Ministerio de Agricultura de que dicha área aumentaría en 3.8%. El aumento en la producción física será de sólo 1% y el valor de esta producción (a precios constantes de 1975) aumentará en aproximadamente un 1.2%. En estas condiciones, el crecimiento de la producción física en 1984 estaría por debajo del obtenido durante 1983, que fue del 1.6%.



De acuerdo con estos resultados, y suponiendo una reducción del 4% en la producción de café, el producto interno bruto del sector agropecuario crecerá, durante 1984 en el mejor de los casos, en un 1.3%. Es importante anotar que el resultado final dependerá, sin embargo, del comportamiento de la ganadería en lo que resta del año pues el pequeño aumento en la producción de cultivos diferentes al café sólo alcanzará para contrarrestar la reducción en este producto.

Un crecimiento del sector agropecuario para 1984 del 1.3% estaría por debajo del obtenido durante 1983, que fue de 2.1% según las cuentas nacionales del DANE. Esto confirma que la reactivación del sector agropecuario no puede alcanzarse independientemente de lo que ocurra con el resto de la economía y el sector externo.

### *B. Crédito*

Las aprobaciones del crédito del Fondo Financiero Agropecuario en abril 13 de este año ascendía a \$13.250 millones, superiores en un 24.5% a las del mismo período del año anterior; a precios constantes de 1970 el incremento fue de sólo 7.3%. La utilización de crédito, o sea la proporción de las aprobaciones con respecto al presupuesto, fue ligeramente menor en 1984 (27.4%) que en 1983 (28.4%); éste menor porcentaje de utilización se debe a la disminución en el uso del crédito por parte de los cultivos transitorios, que pasó de 48% en 1983 a 40.5% en 1984. Los valores aprobados para actividades de largo plazo aumentaron en 81%, a precios corrientes, y en 56%, a

precios constantes. Aunque para todos los cultivos pertenecientes a este grupo aumentaron las aprobaciones, es significativo el incremento en palma africana y en compra de fincas de profesionales. En el caso de la palma africana los altos precios externos e internos y el apoyo del gobierno a los cultivos que pueden sustituir importaciones, han motivado la realización de nuevas inversiones.

El valor de las aprobaciones para cultivos transitorios había aumentado a precios corrientes en sólo un 8.7% (lo que equivale a una disminución del 6.3% a precios constantes) al finalizar abril de 1984. Este incremento se explica exclusivamente por los mayores valores financiados por hectárea puesto que el área disminuyó en un 14.9%. Con excepción de maíz, avena y hortalizas, los aumentos en el valor financiado por hectárea fueron mayores en un 20.1% con respecto al primer semestre de 1983.

Los cultivos para los cuales las áreas financiadas se redujeron fueron arroz (riego y secano), sorgo, soya y trigo. La disminución en cultivos importables evidencia las dificultades que se enfrentan en el corto plazo para aumentar su producción interna. En el caso del arroz el gobierno deberá tomar medidas efectivas que eviten que la tendencia a disminuir el área sembrada continúe, pues la oferta doméstica podría llegar a ser insuficiente para abastecer el mercado nacional. Al implementar dichas medidas, el gobierno tendría que considerar las potencialidades reales que ofrece el mercado (interno y externo) y hacer un esfuerzo para

que no se presenten situaciones de sobre oferta que tienen un alto costo social y benefician tan sólo a unos pocos productores.

A pesar de una disponibilidad abundante de crédito, los productores agrícolas no han hecho ni una mayor utilización de éste, ni han aumentado las áreas sembradas, evidenciándose así nuevamente que la sola oferta de crédito no es condición suficiente para conseguir aumentos importantes en área y producción.

### C. Existencias e intervención del IDEMA

A finales del mes de abril de 1984 las existencias totales de algunos productos agrícolas en el IDEMA y en los almacenes generales de depósito eran superiores en un 21.1% a las que se tenían en igual fecha del año 1983 (ver Cuadro I-2). Estos aumentos se explican por los mayores volúmenes almacenados de arroz, maíz, sorgo y torta de soya.

Al comparar las disponibilidades con los requerimientos mínimos se observa que eran bajos los inventarios de frijol (menos de cinco días de consumo nacional), trigo (20 días) y soya (un mes). En el caso del maíz los inventarios son adecuados para abastecer un mes y medio de consumo; en el de la torta de soya, el sorgo y el arroz los inventarios exceden los requerimientos mínimos. Aunque aparentemente los inventarios de arroz continuaban altos a abril de 1984, dadas las expectativas de una reducción en la producción nacional del orden del 15 al 20%, éstos serían apenas suficientes para

CUADRO I - 2

#### EXISTENCIAS DE ALGUNOS PRODUCTOS AGRICOLAS EN EL IDEMA Y LOS ALMACENES GENERALES DE DEPOSITO

Producto	Abril		Variación
	1983	1984	
Ajonjolí	2.912	1.631	-43.9
Arroz blanco	11.573	17.770	53.5
Arroz Paddy	455.095	464.154	1.9
Fríjol	1.527	349	-77.1
Maíz	47.208	119.903	153.9
Sorgo	112.865	191.861	69.9
Soya	39.389	21.420	-45.6
Trigo	52.908	46.226	-12.6
Torta de soya	5.090	18.942	272.1
Total	728.567	882.256	21.09

Fuente: Ministerio de Agricultura.

compensar dicha merma y para asegurar un abastecimiento adecuado del mercado nacional en lo que resta del año.

### D. Precios

#### 1. Precios al por mayor

El ritmo de crecimiento de los precios al por mayor en el período abril de 1983 a abril de 1984, fue superior al 40% anual para el frijol, la semilla de algodón, la manteca vegetal y aceites vegetales (ver Cuadro I-3). En el caso del frijol y los aceites, las tasas de crecimiento de los precios en el período enero-abril de 1984 están por encima del 10%. Los aumentos en el precio del frijol se deben a las disminuciones en área sembrada y producción durante el último semestre lo cual, unido a unas bajas existencias acumuladas por el IDEMA, determinó una oferta insuficiente. Los aumentos de los

CUADRO I - 3

**VARIACION PORCENTUAL DEL  
INDICE DE PRECIOS AL POR MAYOR  
PARA ALGUNOS PRODUCTOS  
AGRICOLAS**

	<b>Abril/84 abril/83</b>	<b>Enero- abril/84</b>
<b>Cultivos tradicionales</b>		
Panela	18.1	5.4
Fríjol	48.4	20.8
Plátano	25.2	10.9
Yuca	-11.4	2.5
<b>Cultivos comerciales mecanizados</b>		
Algodón	19.2	-
Semilla de algodón	49.5	-
Arroz	15.9	4.2
Ajonjolí	21.0	-
Cebada	23.8	1.5
Soya	31.6	16.1
Azúcar refinada	22.5	5.5
<b>Cultivos mixtos semi-mecanizados</b>		
Mafz trillado	12.0	-1.6
Papa primera	-6.2	3.3
Papa segunda	-4.8	9.6
Trigo	21.1	15.8
<b>Otros alimentos</b>		
Avena	32.8	1.6
Manteca vegetal	40.6	9.5
Aceites vegetales	44.6	12.3
<b>Productos ganaderos</b>		
Ganado vacuno	7.0	1.3
Ganado porcino	13.7	-2.4
Carne de res		
de primera	4.8	0.1
Leche	12.2	2.9
Huevos	16.3	-0.2

**Fuente:** Banco de la República, cálculos  
FEDESARROLLO.

precios internacionales (unidos a un mayor ritmo de devaluación) tanto de las materias primas como de los productos finales, han conducido a las altas tasas de crecimiento de los precios internos de los aceites y las grasas. Los precios del plátano continúan creciendo a

ritmos altos, aunque inferior al de hace un año. En general se observa que los precios de los productos provenientes de los cultivos mixtos semi-mecanizados (con excepción del trigo) y de los productos ganaderos fueron los que crecieron a tasas menores en el período abril/83 a abril/84. Para los otros cultivos, con la excepción de yuca y arroz, las tasas de crecimiento se ubicaron por encima del 20%.

## 2. Precios al por menor

La variación de los precios al por menor (ver Cuadro I-4) de algunos productos agrícolas coincide con las tendencias observadas en los precios al por mayor: las más altas tasas de crecimiento se registraron en frijol y aceites, y de reducción en yuca. Vale la pena observar que la tasa de crecimiento de los precios al por menor del plátano es sensiblemente menor a la observada al por mayor, lo cual beneficia al consumidor final. Los precios de los productos ganaderos presentan las menores tasas de variación en el período abril 1983-abril 1984.

La contribución de los productos agropecuarios al crecimiento de los precios al por menor fue del 14% durante el período considerado, continuando la tendencia decreciente en su participación. El mayor aporte a esta contribución provino de los diferentes productos agropecuarios procesados (aceites, derivados lácteos, chocolate, etc.). En algunos de estos productos, como se comentó anteriormente, la situación de mercado externo explica los aumentos; no ocurre lo mismo en otros, como en el caso de los derivados lácteos y embutidos

3) *Precios de los insumos agrícolas*

CUADRO I - 4

VARIACION PORCENTUAL DE  
LOS PRECIOS AL POR MENOR

Tipo de cultivo	Abril 84/ abril 83
Cultivos tradicionales	
Panela	16.5
Fríjol	36.1
Plátano	7.8
Yuca	-13.2
Cultivos comerciales mecanizados	
Arroz	11.3
Azúcar refinado	18.4
Cultivos mixtos semi-mecanizados	
Maíz amarillo	21.9
Papa	9.1
Otros alimentos	
Avena	32.7
Manteca vegetal	36.6
Aceites	40.2
Productos ganaderos	
Carne de res de primera	5.5
Carne de res de segunda	7.9
Carne de res sin hueso	6.2
Carne de cerdo sin hueso	12.4
Carne de pollo	12.0
Leche pasteurizada	9.5
Huevos	19.5

Fuente: DANE.

cárnicos para los cuales los precios de sus principales materias primas (leche y carne) han presentado bajas tasas de crecimiento. Vale decir, las menores tasas de crecimiento de los precios en la materias primas no han beneficiado mayormente a los consumidores puesto que los industriales se han apropiado del diferencial de precios. El Estado debería ejercer un mayor control de precios sobre este tipo de industria, con el objeto de ampliar el mercado de productos agropecuarios y de beneficios tanto a productores agropecuarios como a consumidores.

El aumento del precio internacional de la urea (producto que se importa en alto porcentaje), y la tasa de devaluación, explican la gran elevación en los precios al por mayor de los abonos y fertilizantes químicos en lo que va corrido del año (ver Cuadro I-5). Para los otros insumos agrícolas las variaciones se deben principalmente al ritmo de devaluación.

La alta dependencia de la agricultura colombiana, y especialmente de la comercial, en los insumos importados, como resultado de la utilización de un paquete tecnológico intensivo en el uso de este tipo de productos conduce a que la política

CUADRO I - 5

VARIACION PORCENTUAL DEL INDICE  
DE PRECIOS AL POR MAYOR DE  
ALGUNOS INSUMOS AGROPECUARIOS

Producto	Abril 84/ abril 83	Enero - abril/84
Insumos agrícolas		
Abonos y fertilizantes químicos	22.4	22.4
Abonos fosfatados	6.8	—
Abonos potásicos	—	—
Insecticidas y fungicidas	13.6	4.7
Matamalezas y herbicidas	11.4	3.5
Maquinaria agrícola	40.6	8.1
Tractor de ruedas	20.8	7.8
Maquinaria y artefactos mecánicos para la agricultura	30.4	9.9
Insumos ganaderos		
Alimentos balanceados para ganado	17.8	2.4
Alimentos balanceados para aves	18.8	2.6

Fuente: Banco de la República, cálculos de FEDESARROLLO.



cambiaría traiga consigo un crecimiento anormal en los costos de producción agrícola.

Con la nueva metodología utilizada en la fijación de precios de sustentación será posible que en algunos productos, al menos, se puedan compensar dichos aumentos; para los otros, a los cuales no se aplican precios de sustentación, los aumentos en costos pueden conducir a reducciones en rentabilidad que afecten la oferta.

#### 4) Precios internacionales

Los precios de los principales productos de exportación de Colombia han registrado tendencia al alza, con excepción del azúcar y el tabaco. En el Cuadro I-6, se comparan los precios internacionales en el mes de marzo de los años 1983 y 1984; para la mayoría de los productos se observan alzas. En el caso de la carne y los langostinos se produjo una disminución en año completo, por cuanto en lo corrido de 1984 también se han elevado. Los precios del azúcar aumentaron hasta octubre de 1983 (en razón de la recomposición de inventarios de los países sujetos a cuota en el mercado de Estados Unidos); partir de este mes han venido disminuyendo situándose a niveles ligeramente superiores a los obtenidos en el año anterior. Los precios del tabaco presentan la misma tendencia de los del azúcar, aunque a marzo de 1984 se encontraban a niveles inferiores a los alcanzados en el mismo mes del año anterior.

CUADRO I - 6

#### PRECIOS INTERNACIONALES DE ALGUNOS PRODUCTOS AGRICOLAS

Producto	Marzo		Variación
	1983	1984	
Café	122.2	143.5	17.4
Algodón	79.1	88.4	11.8
Arroz	363.8	385.8	6.0
Azúcar	6.2	6.4	3.2
Banano	18.4	18.8	2.2
Carne	113.1	108.0	-4.5
Langostinos	6.2	5.7	-8.1
Tabaco	174.5	166.5	-4.6
Aceite de soya	394.0	720.0	82.7
Cacao	84.6	115.06	36.0
Maíz	3.2	3.7	15.6
Sorgo	3.2	3.4	6.2
Soya	242.0	314.0	29.7
Torta de soya	211.0	229.0	8.5
Trigo	4.5	4.2	-6.7

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Departamento de Agricultura de EE.UU.

La tendencia general de los precios internacionales de los principales productos de importación ha sido al alza, con excepción del trigo cuyo precio ha fluctuado considerablemente durante los últimos meses. Los aumentos de los precios internacionales de la soya y el aceite de soya se deben a la conjunción de una mayor demanda internacional, especialmente de países de economías planificadas, y de restricciones en la oferta mundial.

#### E. Comercio exterior

##### 1. Exportaciones e importaciones

Durante el primer trimestre de 1984 el valor de las exportaciones superó en un 13.4% al correspondiente al mismo período de 1983 (ver Cuadro I-7). Al excluir las exportaciones de café el aumento

CUADRO I - 7

**EXPORTACIONES AGROPECUARIAS**  
(Acumulado a marzo)

	Volumen (Miles de Tons.)	Valor (Miles US\$)	Volumen (Miles de Tons.)	Varia- ción	Valor (Miles US \$)	Varia- ción
Café	130.3	379.9	142.5	9.3	416.4	9.6
Plátanos	184.5	34.9	264.4	43.3	52.3	49.8
Flores	11.5	35.4	11.8	2.6	34.5	-2.5
Algodón fibra corta	2.7	3.9	6.7	148.1	12.2	212.8
Azúcar	71.9	12.9	36.0	-49.9	11.4	-11.6
Tabaco	4.5	10.1	3.4	-24.4	7.9	-21.7
Carne de bovino sin d.	2.6	5.7	3.0	15.3	7.3	28.0
Crust. y molus. cong.	.2	1.2	.5	150.0	5.4	350.0
Algodón fibra larga	1.7	2.4	2.1	23.5	3.9	62.5
Arroz	1.1	.5	13.3	1,109.0	3.4	580.0
Otros	23.1	7.6	18.6	-19.4	6.2	-18.4
<b>Total</b>	<b>434.1</b>	<b>494.5</b>	<b>502.3</b>	<b>15.7</b>	<b>560.9</b>	<b>13.4</b>
<b>Total sin café</b>	<b>303.8</b>	<b>114.6</b>	<b>359.8</b>	<b>18.4</b>	<b>144.5</b>	<b>26.0</b>

Fuente: INCOMEX, cálculos FEDESARROLLO.

resulta más significativo (de un 26%) y no sólo se explica por mayores volúmenes exportados sino por los más altos precios de la mayoría de los productos exportados. Solamente el azúcar y las flores han registrado precios promedios de exportación inferiores en 1984 a los de 1983. Llama la atención en el Cuadro I-7 que los langostinos congelados (producto que regularmente se encuentra entre los 10 principales productos de exportación), no se encuentran incluidos, en tanto que las ventas de crustáceos y moluscos señalan aumentos considerables en volumen (150%) y valor (350%).

Dada la tendencia al alza que presentan los precios internacionales, y la situación favorable de oferta doméstica, se espera que las exportaciones continúen creciendo en el resto del año a un ritmo si no

mayor por lo menos igual al del primer trimestre del año.

El valor de las importaciones agropecuarias al fin de marzo de 1984 fue inferior en un 38.8% al del mismo período del año anterior. Sólo se presentaron aumentos en las importaciones de soya y lentejas; en los demás productos hubo disminuciones (ver Cuadro I-8). De acuerdo con el Ministerio de Agricultura el valor estimado de las importaciones agropecuarias para el año de 1984 será de US\$267.2 millones lo cual implicará una disminución del 3% con respecto al año de 1983. Dadas las perspectivas de producción interna de algunos productos importables, y la tendencia al alza de los precios internacionales de estos productos, es muy probable que el valor a finales del año de las importaciones sea mayor al estimado por el Ministerio.

CUADRO I - 8

**VALOR IMPORTACIONES  
AGROPECUARIAS  
(Acumulado a marzo)**

Producto	(Miles US\$)		Variación
	1983	1984	
Trigos duros	27.5	17.2	-37.4
Aceite de soya	14.3	12.8	-10.4
Soya	5.3	7.0	32.0
Lenteja	3.4	5.6	64.7
Frijol		2.8	
Torta de soya		2.7	
Otros	28.1		
Total	78.6	48.1	-38.8

Fuente: INCOMEX, cálculos FEDESA-  
RROLLO.

## 2) Balanza comercial agropecuaria

En el Cuadro I-9 se comprueba cómo la balanza comercial agropecuaria registró un superávit durante el primer trimestre del presente año por un valor de US\$512.8 millones, registrando así un aumento de 23.3% con respecto a igual trimestre del año anterior. Al excluir las exportaciones de café se obtie-

ne un superávit de US\$96.4 millones, que supera en un 270% el obtenido en 1983. Estos aumentos en el superávit se explican tanto por los aumentos en las exportaciones como por la disminución en las importaciones agropecuarias.

Se espera que a lo largo del año continúe presentándose un excedente en la balanza agropecuaria si bien es posible que su magnitud sea relativamente menor a la del primer trimestre en vista de que las importaciones en año completo no disminuirán en la misma proporción en la cual lo hicieron durante el primer trimestre.

## II. La situación de la ganadería\*

La situación ganadera se modificó radicalmente en el curso de los últimos doce meses lo cual condu-

\* La preparación de esta sección de *Coyuntura Económica* sirvió de base para la presentación de los investigadores Juan Luis Londoño y Juan José Perfetti en el Congreso Extraordinario de FEDEGAN reunido en Cartagena entre el 13 y el 15 de junio del presente año.

CUADRO I - 9

**BALANZA COMERCIAL AGROPECUARIA  
(Miles US\$)**

	Marzo		Variación
	1983	1984	
Exportaciones agropecuarias totales	494.5	560.9	13.4
Importaciones totales	78.6	48.1	-38.8
Balanza comercial agropecuaria total	415.9	512.8	23.3
Exportaciones agropecuarias sin café	114.6	144.5	26.0
Importaciones totales	78.6	48.1	-38.8
Balanza comercial agropecuaria (sin café)	36.0	96.4	267.8

Fuente: INCOMEX, cálculos FEDESARROLLO.

ce necesariamente a replantear el diagnóstico y las opciones de manejo de la política en materia de ganadería. Contrario a lo esperado por analistas, gremios y gobierno, el período de retención de hembras se dio simultáneamente con una situación de abundancia de machos que frenó el alza de precios relativos que tradicionalmente acompaña esta fase.

Así, en el último año, la ganadería dejó de ser uno de los obstáculos para el éxito de una política de estabilización de precios y, simultáneamente, mejoró su capacidad tanto para el abastecimiento interno como para el incremento de las exportaciones. Este fenómeno, la presencia de exceso en la oferta de ganado de carne, amplía, por tanto, la gama de posibilidades para una política económica y social coherente y debería conducir a un cambio en la orientación de la política ganadera la cual, en estrecha coordinación con la política macroeconómica, debería centrarse en evitar un deterioro grande en los ingresos ganaderos y en reforzar un incremento en productividad. El aprovechamiento del potencial que hoy ofrece la ganadería dependerá entonces, más que de políticas sectoriales dispersas, de su coordinación con la política macroeconómica.

#### A. *Los hechos ganaderos recientes y su impacto macroeconómico*

##### 1. *La oferta de ganado*

A mediados de 1983 los diversos analistas de los problemas de la ganadería de carne coincidían en el diagnóstico de la situación ganadera de ese entonces y en los pronós-

tics de corto plazo: el período de retención de hembras presentaba características especialmente críticas que hacían prever un sustancial desabastecimiento del mercado<sup>2</sup>. La duración esperada en la fase de retención daba lugar para anticipar entonces, una enorme escasez y carestía; tanto, que llegó a considerarse que la ganadería se había convertido en el principal obstáculo para el logro de la meta del gobierno de reducir la inflación. Lo ocurrido en los últimos doce meses señala, sin embargo, un comportamiento sustancialmente diferente al previsto: la oferta de ganado no se redujo como se esperaba por lo cual los precios prácticamente no se modificaron.

La mayor oferta de ganado que se registró en los centros urbanos del país en el último año no fue, como muchos lo creyeron, el resultado de la liquidación de los hatos ganaderos. Es más, la "relativa abundancia" de ganado para el degüello se presentó paralelamente con un mayor ritmo de inversión ganadera, si se asimila como inversión el mayor nivel de retención de hembras.

En efecto, la retención de hembras — que comenzara muy tímidamente en 1982 — se dio con toda

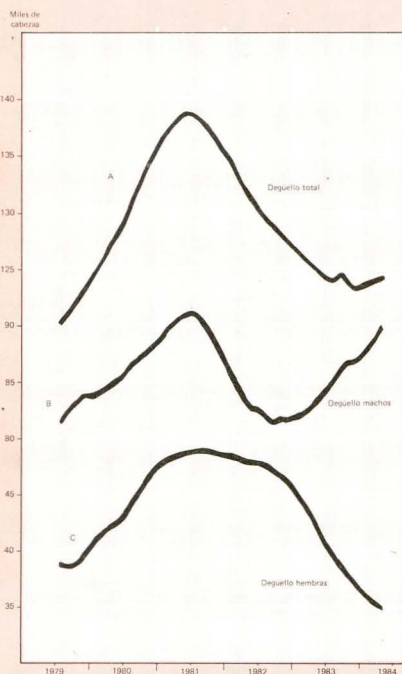
<sup>2</sup> Entre esas características se mencionaban las distorsiones de precios relativos generadas por la bonanza externa, las altas tasas de interés, la preferencia por la liquidez de la economía y la inseguridad rural. Consultar, entre otros, Luis Llorente, *Ganadería y Desarrollo*, Ponencia presentada al Congreso de Ganadería de 1983. SAC, *Revista Nacional de Agricultura*, marzo de 1983. FEDEGAN, *La situación de la ganadería en 1983*. CEGA, *Coyuntura Agropecuaria*, 1983 varios números, y FEDESARROLLO, *Coyuntura Económica*. Junio de 1983.



## GRAFICA II-1

## DEGUELLO DE GANADO

## VACUNO EN 42 CIUDADES

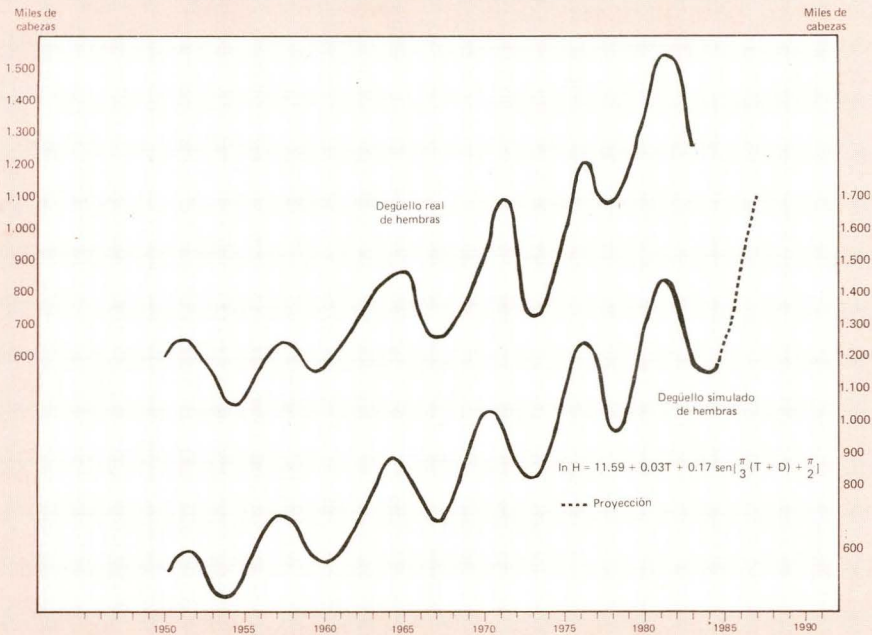


fuente: Cálculos FEDESARROLLO con base en DANE. Datos desestacionalizados y suavizados.

intensidad durante 1983 y el primer semestre de 1984 (Gráfico II-1-C). El ciclo ganadero —entendido como la sucesión de períodos de retención y liquidación de vientres— constituye la explicación principal de la oferta de hembras en el mediano plazo. Las irrupciones inflacionarias de 1963 y 1977 —las dos principales que se han registrado con el país a lo largo de su historia reciente— han traído consigo una extensión adicional del período de extracción de hembras, alterando la regularidad del ciclo sin llegar a destruirlo. Simular la evolución del ciclo, o sea, la extracción nacional de hembras en un período dado, mediante una ecuación de tendencia con comportamiento cíclico normal (Gráfico II-2), arroja excelentes resultados, siempre y cuando se contemple el efecto de los cambios no esperados de los precios en 1963 y 1977.

Los cambios no esperados en la oferta total del último año tuvieron su origen, entonces, en lo sucedido con el ganado macho. En efecto, la escasez que se preveía en razón de una excesiva extracción de hembras durante el período de auge externo no se presentó; por el contrario, desde comienzos de 1983 comenzó a registrarse una oferta de machos para sacrificio (Gráfico II-1-B). La explicación de esta oferta adicional de machos parece asociarse fundamentalmente con los cambios de los precios en Venezuela y Ecuador aun cuando posiblemente otros factores adicionales habrían entrado en juego. Un cálculo aproximado indicaría que en los últimos 18 meses se sacrificaron en 42 ciudades<sup>3</sup>, alrededor de 150.000 machos más de los es-

GRAFICO II-2  
PROYECCION DEL DEGUELLO DE HEMBRAS



Fuente: DANE y Cálculos de FEDESARROLLO.

perados siguiendo el ciclo. Considerando que en estas ciudades se mata cerca de las dos terceras partes del total nacional de machos podría llegarse a una cifra de 230.000 reses como magnitud de la oferta adicional de ganado en el país. Esta cifra es bastante similar a la de los estimativos que tradicionalmente se han realizado con respecto al contrabando de ganado hacia Venezuela. Así, como aproximación general, podría atribuirse la mayor parte del sacrificio adicional para el mercado interno al cambio de signo de la balanza comercial ganadera, legal e ilegal.

Aunque el precio relativo de la carne y el monto del degüello en

las zonas fronterizas confirmarían esta hipótesis subsisten —no obstante— algunas inquietudes que impiden asignarle a ella toda la fuerza explicativa. La oferta de ganado macho ha presentado históricamente fluctuaciones no sistemáticamente relacionadas con el ciclo de extracción retención de hembras. Por ejemplo, la retención 1971-1973 no parece haber generado abundancia de machos sino hasta 1979. En el muy corto plazo, adicionalmente, la oferta de machos aparece poco ligada a la retención —extracción de hembras. Esta relación de corto plazo —que depende la calidad, edad y otras características reproductivas de las hembras retenidas y/o sacrificadas— es uno de los grandes interrogantes para la investigación agropecuaria en Colombia. Otro

<sup>3</sup> Ciudades que el DANE incluyó en su muestra para la expansión a nivel nacional desde 1979, pero se consideraron en el cuadro 1.

tiene que ver con los cambios que sería posible esperar en las características del ganado (peso, y el momento en el tiempo en el cual se producen los aumentos en la oferta de machos ¿por qué los traslados geográficos del ganado no se tradujeron en cambios en los pesos promedios de los animales sacrificados? O, si el grueso del contrabando se consideraba ganado para ceba, ¿por qué el cambio en la oferta se anticipó, en el tiempo, a la devaluación venezolana?

Así, *Coyuntura Económica* considera el cambio en las condiciones de comercio con los vecinos como la hipótesis más razonable para explicar la abundancia de ganado macho, aunque considera que este factor no permite una explicación completa del fenómeno pues parecería existir un componente adicional —no conocido— de oferta interna de ganado macho.

En suma, la mayor oferta de ganado en el período reciente no resultó de la liquidación de hatos

sino de la respuesta del mercado a cambios abruptos en precios relativos.

## 2. Los precios

La mayor oferta de ganado contribuyó decisivamente a la reducción del ritmo inflacionario del país. Las presiones inflacionarias provenientes del sector pecuario fueron crecientes entre 1979 y 1983 (Cuadro II-10) llegando al máximo en mayo de 1983 cuando 6 de los 22.3 puntos de inflación se originaron directamente en los desajustes de la actividad ganadera (considerando simultáneamente carne y leche). A partir de ese mes, y hasta el presente, la situación cambió drásticamente y la ganadería contribuyó con 4.6 puntos a la caída de 8.2 puntos (22.3% a 14.1%) en la tasa de inflación. Entre mayo de 1983 y mayo de 1984 el precio de la carne al consumidor varió apenas 4% cuando dicho ritmo había sido de 38% en los doce meses anteriores. Esto indica que, en buena parte gracias a la oferta ganadera, se

CUADRO II - 10  
CONTRIBUCION DE LA GANADERIA A LA INFLACION<sup>1</sup>

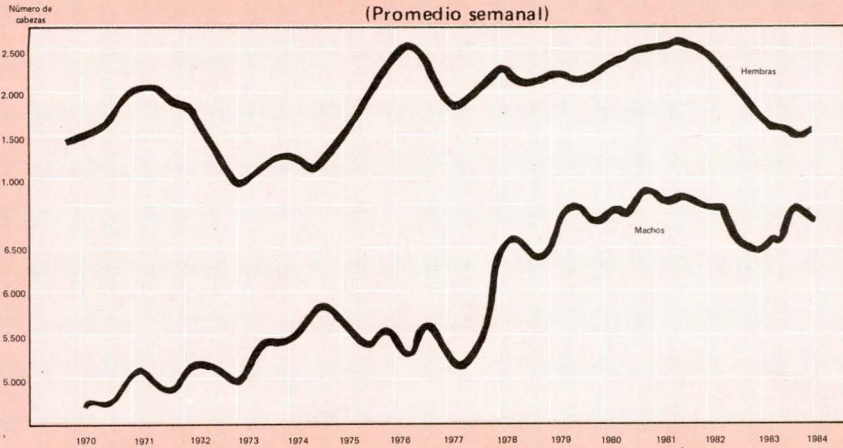
	Dic. 80	Dic. 81	Dic. 82	May. 83	May. 84
Inflación total	25.9	26.4	24.0	22.3	14.1
1. Sector Pecuario	4.3	4.7	5.5	6.0	1.4
* Carne	2.1	2.9	3.7	3.9	0.6
* Leche	1.9	1.7	1.7	1.9	0.6
2. Agricultura tradicional	3.6	3.5	4.3	3.9	0.9
3. Arrendamientos	5.4	4.7	5.0	3.0	1.5
4. Otros	12.6	13.5	9.2	9.4	10.3

<sup>1</sup> Variación de precios en los últimos doce meses.

Fuente: DANE.



GRAFICA II-3  
TRANSACCIONES DE GANADO CEBADO EN LA FERIA DE MEDELLIN  
(Promedio semanal)



Fuente: Cálculos FEDESARROLLO con base en EE. UU. MM. Datos desestacionalizados y suavizados.

pudo lograr la rebaja de la inflación; que de haber sido un "obstáculo" para la política de estabilización, la ganadería pasó a facilitar la reducción de la inflación.

### B. Perspectivas

Como se analizó en las secciones anteriores el mayor sacrificio de ganado de los últimos meses no implicó el rompimiento del ciclo ganadero. Simplemente la oferta de ganado sirvió de mecanismo de ajuste y evitó un alza excesiva de precios. Por ello, las perspectivas de la ganadería en el horizonte próximo se asocian, fundamentalmente, con el ciclo ganadero.

La experiencia histórica y los indicadores de avance de la oferta ganadera —como los datos de la feria de Medellín (Gráfica II-3)— sugieren que en los próximos doce meses tendrá lugar la transición de un período de retención a uno de Liquidación de vientres. Históricamente la retención ha tenido una duración media de dos años. Como ésta que comenzó a manifestar con

fuerza en el segundo semestre de 1982 su terminación estaría próxima. El ritmo de caída de la oferta de hembras en la feria de Medellín descendió apreciablemente a lo largo del primer semestre confirmando la proximidad de la fase de liquidación.

O sea que las condiciones del mercado señalan que el exceso de ganado, que se presentó inicialmente como un fenómeno de corto plazo, se mantendrá en el mediano. Si se considera, adicionalmente, que dicha oferta coincidirá con una demanda baja resultante de un lento crecimiento económico en los próximos dos años, los precios relativos del ganado podrían reducirse en forma importante.

La abundancia de ganado que registrará el país en los próximos tres o cuatro años tiene implicaciones muy interesantes para el país y enormes retos para la política económica. La mayor oferta podría destinarse al mercado interno o a las exportaciones. En el primer caso se favorecería la actividad urba-



na vía demanda, pues ésta enfrentaría menores límites a su expansión en la insuficiencia de alimentos lo cual traería consigo un cambio saludable frente a la década anterior. Pero la actividad urbana no solo estará limitada en los próximos años por la demanda sino que enfrentará límites de oferta por la insuficiencia de divisas. La disponibilidad de excedentes exportables es así tremendamente oportuna para la consecución de la divisas necesarias en el horizonte próximo. Un compromiso adecuado entre las anteriores alternativas podría conducir a grandes beneficios para el país. La mayor oferta ganadera puede inducir, simultáneamente, mayor demanda y posibilidades de oferta para la actividad urbana. El reto adicional para la política económica es evitar una caída muy grande en los ingresos ganaderos que impida la realización de la mayor oferta en toda su dimensión. Esto dependerá de la coordinación de la política ganadera (a través de crédito y subsidios contracíclicos) con una estrategia macroeconómica que impulse simultáneamente la demanda externa e interna. Así, desde el punto de vista de la ganadería, se refuerza el argumento de *Coyuntura Económica* sobre la necesidad de equilibrar el sector externo y mantener niveles razonables de actividad económica interna.

### III. Los problemas financieros de la construcción

A pesar de la prioridad otorgada a la vivienda en los planes del actual gobierno, el comportamiento de la actividad constructora se habría visto severamente traumatizado a juzgar por varios indicado-

res de corto plazo. Salvo por los metros cuadrados de licencias de construcción autorizados que, para once ciudades, aumentaron en enero-abril de 1984 en un 31% con respecto a igual período en 1983, y por el indicador de producción de cemento, que registró un incremento de 16% con relación a los primeros cuatro meses del año anterior<sup>4</sup>, los demás indicadores disponibles señalan, todos, una caída en el ritmo de la actividad. En la apreciación de este panorama negativo coinciden la Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO en su parte de construcción, los informes del Instituto Colombiano de Ahorro y Vivienda y de CAMACOL, y el análisis de la ejecución del presupuesto de inversión pública. Esta situación, ampliamente difundida por la prensa, ha llevado al gobierno a tomar medidas encaminadas a reforzar la actividad constructora.

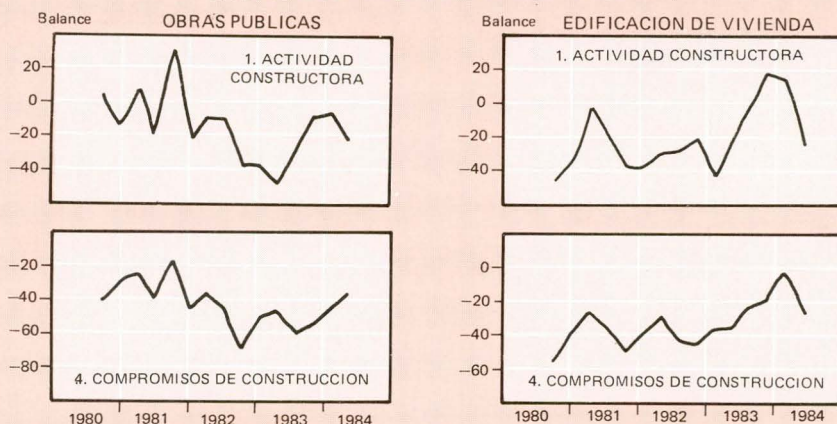
#### A. Situación general

De la encuesta de opinión empresarial de FEDESARROLLO se deduce que después de una relativa recuperación hasta el tercer trimestre de 1983 los indicadores empezaron a mostrar deterioro al final del año pasado y ya en el primer trimestre de 1984 acusaron síntomas más serios de paralización del sector (Gráfico II-4).

Se ha comentado en diversos medios, que esta situación es resultado de un problema financiero. En efecto, se ha hecho énfasis en la baja en el rendimiento del sistema UPAC frente a otras alternativas de colocación como factor ex-

<sup>4</sup> DANE. Avance Estadístico abril 1984.

**GRAFICA II-4**  
**INDICADORES DE LA CONSTRUCCION**



**Fuente:** E.O.E. - Indicadores de la construcción. Período enero-marzo 1984.

plicativo de la disminución en las captaciones netas de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda y que, a su vez, limitó sus posibilidades de colocación, ante una demanda de vivienda estimulada por las políticas del plan de desarrollo. Por su parte, el subsector de obras públicas lleva varios años de estancamiento tras el auge de los últimos de la Administración Turbay

Ayala; tanto el volumen de las apropiaciones, como sus reducidos niveles de ejecución, son suficientes para justificar en las limitaciones financieras, en este caso la insuficiencia de ingresos públicos, esta explicación básica del problema.

En el Cuadro II-11 se incluyen los indicadores respectivos de dis-

**CUADRO I - 11**

**INDICADORES DE DISPONIBILIDAD FINANCIERA  
DE LA CONSTRUCCION**

PERIODO	VIVIENDA				OBRAS PUBLICAS	
	UPAC <sup>1</sup>	ICT	Otros	Total	Apropiación anual	Ejecución
1982	21.107	9.258	21.496	51.861	28.976	28.748
1983	26.092	20.507	58.001	104.600	33.236	33.144
Ene-mar/83	27.497	1.977	7.800	37.274	—	—
Ene-mar/84	19.443	3.266	6.485 <sup>2</sup>	29.194	—	—

<sup>1</sup> Captación neta: En millones de pesos corrientes.

<sup>2</sup> Cifra estimada del crédito otorgado por el BCH, el FNA y las Cajas de Vivienda, bajo el supuesto de que ejecutarán un 25 % del total de recursos programados para el crédito.

CUADRO II - 12

**ACTIVIDAD EDIFICADORA SEGUN  
LICENCIAS DE CONSTRUCCION  
(Miles de m<sup>2</sup>)**

(Enero-abril)

	<b>Total edificación</b>	<b>Indice<sup>1</sup></b>
1978	1.718.2	100.0
1979	1.494.8	87.0
1980	1.574.5	91.6
1981	1.787.3	104.0
1982	1.556.8	90.6
1983	1.649.9	96.0
1984	1.944.4	113.2

<sup>1</sup> Índice de crecimiento de los m<sup>2</sup> de edificación total nacional 1978 = 100.0.

Fuente: Camacol.

ponibilidad financiera, con lo cual se corrobora que éste ha sido el principal problema. La encuesta de FEDESARROLLO, por su parte, ratifica lo anotado al señalar sus resultados que el mayor escollo de la actividad ha residido en la falta de disponibilidad de capital de trabajo. Si se toma el indicador de licencias como una medida de demanda, su crecimiento en once ciudades significaría que ésta no es el problema (ver Cuadro II-12). De igual forma, todo parece indicar que no se trata de un problema de insumos puesto que el país cuenta con la capacidad de producción necesaria para responder a esta demanda. Todo ello sugiere que, efectivamente, el problema es de índole financiera.

### B. Vivienda

Para el análisis de este subsector de la construcción se le considera primero en forma global para luego detenerse con mayor detalle,

en el programa bandera del gobierno, ejecutado primordialmente por el Instituto de Crédito Territorial.

#### 1. *El problema financiero general de la vivienda*

Sin lugar a dudas la competencia — interna y externa — por los fondos de ahorro transferible de la economía, en condiciones de desventaja de rendimiento para el sistema UPAC, tuvo efecto en la cuantía de sus captaciones netas. ¿Pero será ésta la única causante del problema? ¿Será suficiente un reajuste en el rendimiento financiero del UPAC para resolverlo? Cabe preguntarse si lo que ha ocurrido en 1984 es "atípico" o si más bien, lo "atípico" ocurrió en 1983. Tres situaciones peculiares de este último período sugieren anomalía:

1. Adopción de un plan de gobierno con la construcción como uno de los sectores líderes.
2. Ajuste en la distribución del ahorro entre intermediarios financieros motivado por la crisis financiera.
3. Aplicación de una amnistía patrimonial amplia.

La primera razón explicaría el estímulo a la demanda y la mayor atención empresarial hacia la actividad; las otras dos el robustecimiento coyuntural del sistema UPAC. En efecto, durante la crisis financiera de finales de 1982 el sistema UPAC recibió cuantiosos recursos. Por otra parte, la amnistía patrimonial, cuyas condiciones estipularon entre otros, que el sistema UPAC podía convertirse en

forma de entrada para legitimar los ingresos capitalizados ocultos al sistema tributario originó captaciones adicionales para las Corporaciones de Ahorro y Vivienda. Con todo la competencia por fondos del ahorro está señalando lo difícil de que las corporaciones mantengan un nivel estable de captaciones y, aún más, la dificultad de un crecimiento sostenido de las mismas.

Aunque muchos de los fondos ocultos a la tributación hacían ya parte del sistema financiero, los datos de las rentas amnistiadas (\$287 mil millones para personas naturales y \$48 millones para las jurídicas)<sup>5</sup> indican que con una fracción mínima colocada en UPAC el resultado para las corporaciones hubiera sido significativo. Como hecho curioso para corroborar lo afirmado se tiene que en diciembre de 1982 la captación neta del sistema no se tornó negativa, como había ocurrido en todos los años en que ha estado vigente el sistema. Los contribuyentes amnistiados mantuvieron dichos saldos para acogerse a la amnistía; una vez obtenido el beneficio quedaron en libertad para acomodar sus portafolios de inversión<sup>6</sup>.

Por otra parte, la superación de la crisis financiera, el aumento exógeno de la demanda de fondos de ahorro interno —TAN, Certificados Eléctricos Valorizables, Certificados Cafeteros Valorizables— y la especulación contra el peso en

razón de la situación cambiaria, han afectado negativamente la situación del sistema UPAC desde 1983 y hasta el presente. No obstante no puede afirmarse, por lo dicho, que ésta sea la única razón del proceso descrito, en especial si se tiene en cuenta que en la práctica las corporaciones ofrecen servicios similares a los de los bancos, o sea que compiten por recursos en cuenta corriente.

De otro lado, si el fondo del problema es la rentabilidad, para solucionarlo, en términos de captación, la única salida es nivelar sus beneficios financieros con los demás rendimientos del mercado; esta solución podría ser adversa para los demandantes de vivienda por implicar un incremento en el costo de la financiación de la misma a través de las corporaciones de ahorro y vivienda.

Para atenuar las dificultades del sistema UPAC y de sus inmediatos usuarios, los constructores, el gobierno dispuso como medida encaminada a mejorar la rentabilidad del sistema, el vincular marginalmente su retorno al rendimiento de los certificados de depósito a término (Dec. 1131 de mayo de 1984). Adicionalmente la Junta Monetaria recomendó al gobierno bajar del 8 al 4 por ciento el encaje sobre depósito de ahorro lo cual implicaría la liberación de \$8.500 millones. Unicamente la primera de estas medidas, contribuirá a que se modifique la tendencia a retirar fondos del sistema; la segunda permitiría cumplir con los compromisos adquiridos en el pasado reciente con los constructores si bien le resta seguridad financiera al sistema UPAC en una

<sup>5</sup> De acuerdo con la información de la Contraloría General de la República, ver Informe Financiero abril 1984.

<sup>6</sup> "La Política de Vivienda y la Construcción en 1984", Camacol.



coyuntura en la cual ello pudiera resultar contraproducente.

#### D. La situación del ICT

La situación del ICT merece especial atención por dos razones: la consistencia de la información suministrada al público y las dificultades financieras. En cuanto a la primera cabe discutir la compatibilidad de los datos de viviendas construidas y adjudicadas durante 1983 (las cuales de acuerdo con informes oficiales ascendieron a 54.000) con los de número de obligaciones hipotecarias constituidas durante el año (que sobrepasan ligeramente 19.000)<sup>7</sup>. Si este último dato es válido habría una diferencia próxima a 35.000 viviendas que se reportan como construidas y entregadas en 1983 sin que se hubiera efectuado hipotecas sobre ellas. Puesto que el supuesto de funcionamiento del ICT es el crédito a largo plazo la totalidad de las 54.000 viviendas debería haber producido registros contables de obligaciones hipotecarias. Conveniría que por parte del Instituto se hiciera una aclaración sobre el significado del dato que se ha venido reportando al público así como una conciliación con los datos de su balance. Con la información disponible de *incremento neto* (hipotecas nuevas menos hipotecas canceladas), no es posible conocer el dato de nuevas viviendas. No obstante, si entre diciembre de 1981 (169.983) y diciembre de 1983 (177.221 hipotecas), aumentó el número de obligaciones en 7.238, ello implicaría que entre los años 82 y 83 se dieron de baja 47.744 obligaciones hipotecarias, cifra

que no guarda proporción con la rotación de cartera del Instituto<sup>8</sup>. Por otra parte, si el gasto total fue de \$20.139 millones el costo promedio por vivienda sería de \$366 mil en 1983, cifra que está por debajo de promedios observados en la contratación<sup>9</sup>.

En segundo lugar, persiste la preocupación de FEDESARROLLO en relación con la deuda flotante del ICT con contratistas de planes cofinanciados, fenómeno que puede implicar serias dificultades financieras para el Instituto, sobre todo porque en estos planes no se presupuestan como obligaciones fiscales creadas sino que se reflejan como costo y deuda, una vez concluida físicamente la obra. Ello implica, de una parte, el pago inmediato o en el muy corto plazo al constructor y, de otra, la adjudicación como crédito a largo plazo y sin cuota inicial a los favorecidos con vivienda. Este sistema de operación, del Instituto de Crédito Territorial compromete en forma ascendente su futuro financiero; de allí lo explosivo del crecimiento del servicio de su deuda y la necesaria improvisación en la consecución de fondos para el cumplimiento de estas obligaciones.

En el Cuadro II-13 se presenta el Balance Financiero de la entidad correspondiente al primer trimestre del año; el número total de soluciones realizadas durante el período; y el monto de la inversión en dichas soluciones. Del número total de soluciones a cargo del ICT (68.000), según el Plan de Vivien-

<sup>8</sup> ICT, *Dicho y Techo* y *Boletín Mensual de Crédito*.

<sup>9</sup> 300 a un concurso de 5.000 viviendas.

<sup>7</sup> Informe Financiero ICT de abril/84, p. 5.

CUADRO II - 13

**BALANCE FINANCIERO DEL  
INSTITUTO DE CREDITO TERRITORIAL**  
(Enero - marzo)

(Millones de pesos)

	1984
I Rentas propias	1.194.5
II Gastos corrientes	911.0
—Funcionamiento	328.8
—Intereses y comisiones	582.2
III Ahorro	283.5
IV Inversión	3.275.9
V Déficit	2.992.4
VI Financiación	2.992.4
1. Crédito neto	2.125.8
—Recursos del crédito	2.379.4
—( - ) Amortización	253.6
2. Recursos financieros	12.9
3. Aportes del Gobierno	139.0
4. Faltante por financiar	714.7
VII Número de soluciones en el período	9.843
VIII Monto de la inversión en soluciones	3.266

da Popular de 1984, el 15% de éstas fueron realizadas durante el primer trimestre.

#### *D. Obras públicas*

Los indicadores de la construcción de obras públicas de la Encuesta de Opinión de FEDESA-ROLLO señalan un descenso en el ritmo de la actividad constructora durante el período enero-abril de este año en comparación con la relativa recuperación que se había registrado a partir del segundo semestre del año anterior. Aunque el indicador de los compromisos de

construcción mantiene los niveles favorables registrados desde el segundo trimestre de 1983, las firmas constructoras nacionales señalan que en los próximos meses la obtención de nuevos contratos será muy difícil debido a la carencia de recursos propios y de aportes presupuestales del gobierno para este sector, por lo cual será aún mayor la disminución en la actividad de la inversión en obras públicas.

La ejecución presupuestal de la inversión del Ministerio de Obras Públicas en lo corrido del año ha sido de 27%; dicha ejecución ha estado concentrada principalmente en los programas que realiza el FVN (59% de los giros) y en el pago del servicio de la deuda (12% de los recursos gastados).

#### *E. Perspectivas*

De acuerdo con el Plan de Desarrollo la expectativa de que la economía adquiera mayor dinamismo en el período 1983-85 está basada en la continuidad en el ritmo de inversiones públicas alcanzado entre 1981-82 y en la recuperación de la inversión privada.

La posibilidad de que el gobierno pueda efectivamente emplear su programa de vivienda como una "estrategia de desarrollo" requiere examinar los logros alcanzados hasta el momento por el programa y, en especial, el desempeño del ICT en cuanto a sus realizaciones, recursos y su sistema de operación. El número de soluciones que en la actualidad se encuentran en ejecución por parte del ICT, indica que del número total de unidades (57.685) más del 80% de éstos

corresponde a compromisos de construcción que el ICT tenía pendientes de ejecución al comienzo de este año. El monto de la inversión en las soluciones nuevas durante el primer trimestre fue de \$3.266 millones lo cual constituye el 15.3% del total de recursos disponibles para el año, según el presupuesto de inversión de la entidad. Por otra parte, los programas

de contrato directo, es decir mediante adjudicación a firmas constructoras, implican el desembolso de recursos en el corto plazo, mientras que el crédito a los adjudicatarios se concede a largo plazo; y ésta es una de las circunstancias que más afectan los programas a largo plazo para solucionar el déficit de vivienda.

## Sector externo

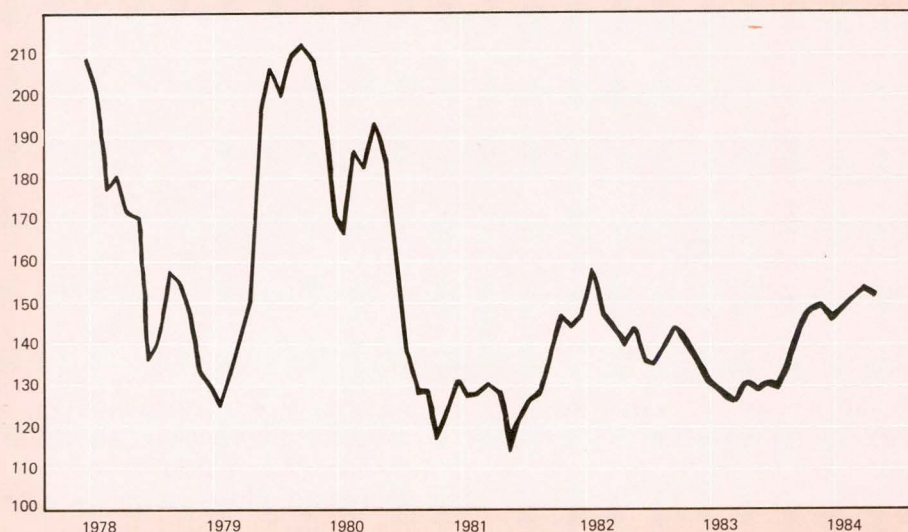
### I. Balanza comercial y política de comercio exterior

#### 1. *Café:*

Las dificultades en el cumplimiento de las cuotas pre-establecidas para las exportaciones de café de varios países africanos; el descuido de las plantaciones centro-americanas ante la incertidumbre generada por la situación política de esa región; la mala calidad de la cosecha brasileña; y los mayores controles sobre contrabando y sobre cumplimiento del Convenio Internacional son elementos que, unidos a un crecimiento particularmente rápido en el consumo por parte de los países desarrollados, explican la tendencia al alza que vienen registrando los precios internacionales del café desde el segundo semestre de 1983 (ver Gráfico III-1). Esta positiva evolución de los precios internacionales ha permitido además que, de acuerdo con lo estipulado en el marco del pacto internacional del café, se hubieran incrementado las cuotas mundiales de exportación

cuatro veces en menos de seis meses y dos veces en el último trimestre. Cada uno de esos incrementos dio lugar a una adición de un millón de sacos anuales en la cuota global, de la cual correspondieron a Colombia algo más de 160.000, en las exportaciones de los países productores a los consumidores miembros del Pacto. De esta manera, aun si los precios se redujeran en algunos centavos en el resto del año y si no hubiera incrementos posteriores en la cuota cafetera, los ingresos colombianos por exportaciones del grano podrían ubicarse en los alrededores de US\$1.750 millones durante 1984, lo que representaría cerca de US\$100 millones más de los contemplados en la alternativa más optimista incluida en el número de marzo de este año de *Coyuntura Económica* y casi US\$250 millones adicionales sobre el valor de las exportaciones cafeteras de 1983. No debe descartarse, además, la posibilidad de que, así los precios no mantengan su tendencia al alza debido al mecanismo de los aumentos automáticos en la oferta

**GRAFICA III-1**  
**PRECIOS INDICATIVOS PARA EL CAFE COLOMBIANO<sup>a</sup>**  
**EN CENTAVOS DE DOLAR POR LIBRA DE 453.6 GRAMOS**



<sup>a</sup> Precio promedio en Nueva York de los cafés "otros suaves" más dos centavos.

Fuente: FEDECAFE.

contemplados por el Convenio Internacional del Café, se produzcan nuevos aumentos en las cuotas en lo que resta de este año, lo cual no sólo permitiría incrementar aún más los ingresos de divisas del país sino también reducir los niveles de acumulación de inventarios a cargo en la actualidad del Fondo Nacional del Café.

Es importante observar que a pesar de la positiva evolución del valor de las exportaciones de café en los primeros meses de 1984, se presentó una reducción en los reintegros de más del 12% entre enero y las primeras semanas de abril, en comparación con el mismo período del año anterior (Cua-

dro III-5). Esa reducción, sin embargo, parece responder a la utilización del mecanismo de reintegros anticipados instaurado en septiembre del último año, por medio del cual se adelantó el grueso de los ingresos correspondientes al primer semestre de 1984, y no debe afectar, por lo tanto, las perspectivas de optimismo para el resto de este año.

## *2. Evolución de las exportaciones diferentes al café*

Las cifras de manifiestos de aduana del primer trimestre de 1984 (Cuadro III-1, Parte II), señalan una importante recuperación de las exportaciones menores con



## CUADRO III - 1

EVOLUCION TRIMESTRAL DE LAS EXPORTACIONES  
DIFERENTES A CAFE Y COMBUSTIBLES

1982 - 1984

(Millones de US\$ FOB)

## I. REGISTROS DE EXPORTACION

Trimestre	1982	1983	1984	1983/1982 %	1984/1983 %
I	357.2	298.2 <sup>a</sup>	306.2	-1.3	+ 2.7
II	358.2	268.8		-24.9	
III	331.4	316.7		-4.4	
IV	337.4	329.3		-2.4	
Total	1.384.2	1.267.5		-8.4	

II. MANIFIESTOS DE ADUANA  
(Excluye hidrocarburos y carbón)

Trimestre	1982	1983	1984	1983/1982 %	1984/1983 %
I	340.0	262.0	296.6	-22.9	+ 13.2
II	339.9	237.9		-30.0	
III	310.4	269.6		-13.1	
IV	314.3	353.8		+ 12.6	
Total	1.304.6	1.123.3		-13.9	

## III. REINTEGROS

Trimestre	1982	1983	1984	1983/1982 %	1984/1983 %
I	297.6	220.8	226.8	-25.8	+ 2.7
II	318.0	214.0		-32.7	
III	284.0	245.8		-13.4	
IV	323.9	258.2		-20.3	
Total	1.223.5	938.8		-23.3	

<sup>a</sup> Excluye aerodino por US\$54.5 millones.

Fuentes: I INCOMEX, Estadística.  
 II DANE (excluye café y cap. 27).  
 III Banco de la República, Balanza Cambiaria.

respecto al período correspondiente de 1983 (13.2%). A esa recuperación se une, además, el positivo comportamiento de las exportaciones de combustibles (fundamentalmente el fuel oil y el carbón) que, al aumentar en un 79.4% entre enero y marzo de 1983 y los mismos meses de 1984, dan lugar a un crecimiento del 24.4% para el conjunto de las exportaciones diferentes al café en esos períodos.

Frente a esta positiva evolución de las exportaciones menores según las cifras de manifiestos de aduana, que por demás se observaba ya desde el primer trimestre de 1983, resalta el muy bajo incremento en el valor de los correspondientes reintegros efectivos (sólo 2.7% entre los primeros trimestres de 1983 y 1984). Aunque este fenómeno parece responder en buena medida a la demora en los reintegros de exportaciones a países con problemas cambiarios (Venezuela, Ecuador, Perú y Chile), sobre los cuales se han permitido plazos muy superiores a los normales para el ingreso de las divisas<sup>1</sup>, no parece descartable la hipótesis de que la reducción en la relación de reintegros a exportaciones según manifiestos esté resultando de la retención de los dólares en poder de los exportadores por períodos más largos de tiempo, debido a la alta rentabilidad que otorga la suma de la tasa de interés externa más la devaluación, al ser compa-

rada con la tasa de interés doméstica.

El crecimiento de las exportaciones menores entre los primeros meses de 1983 y 1984 se manifiesta también en la evolución de los registros del INCOMEX pero en menor grado que en los manifiestos de aduana; de acuerdo con el Cuadro III-4, el valor de los registros de exportaciones diferentes al café aumentó en un 7.2% entre enero y mayo de 1983 y de 1984. Esta última cifra, sin embargo, puede estar subvalorando el verdadero crecimiento de las exportaciones menores en la medida en que los fenómenos de subfacturación inducidos por el notable diferencial entre las tasas de cambio negra y oficial se esté manifestando con particular fuerza en el período más reciente.

### 3. *Política de control y evolución de las importaciones*

Pese a la urgente necesidad de reforzar los controles a las importaciones, los registros aprobados por el INCOMEX durante el primer trimestre de 1984 fueron superiores a los de los tres trimestres anteriores y sólo presentaron una reducción del 7.2% frente al primer trimestre de 1983 (Cuadro III-2, Parte I). Esta última baja estuvo además concentrada de manera casi exclusiva en las aprobaciones de licencias para el sector comercio —que disminuyen en casi un 23% de acuerdo con el Cuadro III-3— puesto que las solicitudes aprobadas al sector oficial se redujeron apenas en un 3% y las correspondientes a la industria registraron un ligero incremento que, aunque puede ser en parte el resultado del desplazamiento de importaciones

<sup>1</sup> La Resolución 22 de marzo de 1984 permite ampliar esos plazos "por períodos sucesivos hasta de un año cuando se presenten problemas en el pago por parte de los exportadores extranjeros debido a decisiones de las autoridades competentes de sus respectivos países...", para exportaciones con registros expedidos antes del 31 de diciembre de 1982.

## CUADRO III - 2

## VALORES Y PRECIOS UNITARIOS DE LAS IMPORTACIONES TRIMESTRALES

1980 - 1983

I. REGISTROS DE IMPORTACION  
(Millones de US\$ FOB)

Trimestre	1980	1981	1982	1983	1984	1983/1982 %	1984/1983 %
I	1.329.8	1.491.0	1.354.0	1.459.9	1.354.6	7.8	-7.2
II	1.393.4	1.647.6	1.567.6	1.265.6		-19.3	
III	1.414.1	1.473.8	1.840.0	1.270.1		-31.0	
IV	1.275.1	1.481.4	1.333.2	1.034.6		-22.4	
Total	5.412.4	6.093.8	6.094.8	5.030.2		-17.5	

II. IMPORTACIONES SEGUN MANIFIESTOS DE ADUANA  
(Millones de US\$ FOB)

Trimestre	1980	1981	1982	1983	1984	1983/1982 %	1984/1983 %
I	990.8	1.165.0	1.185.9	1.169.4	985.7	-1.4	-15.7
II	973.6	1.134.9	1.177.2	1.135.8		-3.5	
III	1.094.5	1.146.2	1.264.8	1.043.6		-17.5	
IV	1.209.1	1.263.6	1.230.8	1.122.5		-8.8	
Total	4.268.0	4.709.7	4.858.7	4.471.3		-8.0	

III. GIROS POR IMPORTACION DE BIENES  
(Millones de US\$)

Trimestre	1980	1981	1982	1983	1984	1983/1982 %	1984/1983 %
I	754.9	952.4	857.9	817.4	880.9	-4.7	+ 7.8
II	828.2	952.0	859.8	681.6		-20.7	
III	944.6	973.4	876.9	847.1		-3.4	
IV	976.2	931.4	717.8	759.8		+ 5.8	
Total	3.503.9	3.809.2	3.312.4	3.105.9		-6.2	

IV. INDICES DE PRECIOS EN DOLARES DE LAS IMPORTACIONES  
(BASE 1980 = 100)

Trimestre	1980	1981	1982	1983	1984	1983/1982 %	1984/1983 %
I	97.0	103.7	109.1	106.8	106.7	-2.1	-0.1
II	99.1	105.1	109.0	103.4		-5.1	
III	100.8	107.2	108.3	105.9		-2.2	
IV	102.2	108.8	107.7	105.8		-1.8	
Promedio	100.0	106.1	108.5	105.5		-2.8	

Fuentes: I INCOMEX, Estadística.  
 II DANE.  
 III Banco de la República, Balanza Cambiaria.  
 IV Cálculos basados en los índices de precios al por mayor del Banco de la República y en las tasas de cambio nominales promedio.

**CUADRO III - 3**  
**IMPORTACIONES APROBADAS SEGUN CARACTER**  
**DEL IMPORTADOR**

	Enero — Marzo (Millones de dólares FOB)		
	1983	1984	± %
Industria	639.1	643.9	+ 0.8
Comercio	431.9	333.6	-22.8
Oficial	388.9	377.1	-3.0
Total	1.459.9	1.354.6	-7.2

que antes se hacían a través del comercio, sugiere en todo caso una laxitud excesiva en su control. El nivel global de las importaciones aprobadas en los tres primeros meses del año (más de US\$450 millones mensuales, en promedio) está muy por encima de cualquier rango aceptable para una situación de estrechez cambiaría como la que se espera para el futuro próximo.

Las medidas adoptadas en los últimos meses —prohibición de la importación de los productos incluidos en 780 posiciones arancelarias y traslado a licencia previa de la mayor parte de los productos que quedaban en la lista de libre importación—, sugieren sin embargo, una importante toma de conciencia del problema por parte de las autoridades, la cual se manifiesta, además, en un promedio de aprobación de licencias inferior a los US\$240 millones mensuales entre abril y mayo. De esta forma, al observar las cifras acumuladas en

los cinco primeros meses (Cuadro III-4), la reducción en los registros de importación se acerca al 25%. No sobra insistir, con todo, en que sólo manteniendo niveles de aprobación de licencias del orden de US\$250 millones mensuales para las importaciones reembolsables durante el resto de este año se podrá garantizar la obtención de un superávit comercial en la balanza de pagos en 1985, lo cual constituye una condición mínima indispensable para que el país pueda sobrellevar los pagos de intereses sobre su deuda externa y su déficit en el balance de servicios en general, sin que ello represente niveles excesivos del déficit en cuenta corriente ni, por lo tanto, excesivas e inalcanzables necesidades de financiamiento externo neto adicional. Para lograr este objetivo, además es indispensable una reducción en las importaciones del sector público que, como lo ha planteado repetidas veces *Coyuntura Económica*, puede requerir medidas más drásticas que las contempladas en el

## CUADRO III - 4

EVOLUCION DE LA BALANZA COMERCIAL  
SEGUN REGISTROS APROBADOS POR EL INCOMEXEnero - Mayo  
(Millones de dólares FOB)

	1983	1984	± %
A. Exportaciones	1.078.2*	1.185.1	+ 9.9
1. Café	614.4	688.1	+ 12.0
2. Otras	463.8*	497.0	+ 7.2
B. Importaciones	2.316.6*	1.743.1	-24.8
C. Balanza Comercial	-1.238.4	-558.0	-

\* Excluye aerodinos por US\$54.5 millones en exportaciones y por 65.6 millones en importaciones.

Fuente: INCOMEX.

Estatuto de Contratación y de Compras Oficiales y, en particular, la eliminación de las excenciones arancelarias y demás facilidades que tienen actualmente las importaciones realizadas por entidades gubernamentales.

La contracción del valor de las importaciones según manifiestos de aduana durante el primer trimestre de 1984, con respecto al período correspondiente del año anterior (-15.7% de acuerdo con el Cuadro III-2), refleja los efectos de los controles a la aprobación de licencias durante 1983. Frente a esa contracción, sin embargo, contrastan los incrementos en los giros por importaciones observados en el último trimestre de 1983 y en el primero de 1984 con respecto a los trimestres correspondientes de

los años anteriores (Cuadro III-2, Parte III). Esta evolución tiene que ver con la reducción en el flujo neto de financiamiento comercial el cual, de acuerdo con otros indicios, podría estar volviéndose negativo después de más de cinco años de mostrar entradas netas de importantes dimensiones.

4. *Sistemas de trueque, mecanismos de licitación pública y desviación de exportaciones*

Dentro de los elementos de la política comercial del gobierno actual vale la pena mencionar los incentivos y las facilidades que se están dando para el desarrollo de actividades de trueque a través, principalmente, del otorgamiento preferencial de licencias de impor-



tación a quienes demuestren que obtienen sus productos a través de ese mecanismo. La utilización del trueque, menos eficiente en lo fundamental que los sistemas multilaterales de intercambio comercial, puede ser benéfico para el país en la medida en la cual permita realizar importaciones sin gasto de divisas y sin efectos negativos sobre la balanza comercial. Esta posibilidad, sin embargo, sólo se ve satisfecha bajo condiciones en que las exportaciones que se dediquen al trueque sean exportaciones que no estén sustituyendo ventas en otros mercados y que no tengan, por lo tanto, costos de oportunidad en términos de monedas fuertes<sup>2</sup>. La promoción indiscriminada de este mecanismo de intercambio comercial, empero, ofrece el peligro de generar desviaciones de un tipo de exportación al otro sin ningún beneficio neto para el país y con el costo, en cambio, de la pérdida de mercados tradicionales que puede tener repercusiones posteriores en las posibilidades de obtención de divisas para el país. Estos problemas, además, pueden pronunciarse cuando el argumento de no estar utilizando divisas conduce a aprobar importaciones realizadas con mecanismos de trueque, que de otra forma no se hubieran aprobado.

Los mismos peligros de un uso poco selectivo de los mecanismos de trueque se pueden presentar en ciertas licitaciones públicas con entidades internacionales que incluyen cláusulas por medio de las cuales éstas se comprometen a comprar oferta exportable colombiana

para compensar total o parcialmente los costos en moneda extranjera de los contratos disputados. Como en el caso del trueque, la adquisición de oferta exportable nacional no garantiza beneficios netos para el país cuando existen posibilidades alternativas de realizarla en el exterior. La utilización de este tipo de arreglo en licitaciones internacionales puede, en cambio, inducir a mayores costos cuando dé lugar a la realización de contratos con menores beneficios sociales netos o al desarrollo de proyectos no prioritarios por el hecho de aceptar cláusulas como la comentada.

#### 5. *Compras de oro del Banco de la República*

Aunque no implican ninguna transacción con el extranjero, las compras internas de oro del Banco de la República son incluidas en los cálculos del balance comercial en esta revista (tanto en balanza cambiaria como en balanza de pagos), debido a sus efectos exactamente equiparables con los de una exportación. Por esa misma similitud en sus efectos con las exportaciones, las autoridades resolvieron fomentar la venta del oro al Banco de la República mediante un notable aumento del precio interno que lo llevó a colocarse en un 30% por encima del equivalente en pesos de su nivel internacional<sup>3</sup>. Esta medida, unida a la venta parcial del oro que posee el Banco de la República contabilizado a precios inferiores a los vigentes en los mercados mundiales, contribuye a actualizar dichos

<sup>2</sup> Fernández Javier, "Trueque en el comercio internacional", *Estrategia Económica*, mayo de 1984, p. 41.

<sup>3</sup> Resolución No. 6 de la Junta Monetaria, febrero 29 de 1984.

**CUADRO III - 5**  
**BALANZA CAMBIARIA**  
**HASTA ABRIL 18**

(Millones de dólares)

	1983	1984	Cambio absoluto: mejoría ( + ) o empeora- miento ( - )	Cambio relativo %
<b>I. BALANCE EN CTA. CTE.</b>	-844.0	-860.0	-16.0	
A. Ingresos Corrientes	939.2	854.1	-85.1	- 9.1
1. Exportación de bienes	584.2	598.6	+14.4	2.5
a. Café	314.1	276.1	-38.0	-12.1
b. Otros	270.1	322.5	52.4	19.4
2. Compras de oro	65.1	59.6	- 5.5	- 8.4
3. Servicios y transferencias <sup>a</sup>	289.9	195.9	-93.9	-32.4
a. Intereses	95.6	28.3	-67.3	-70.4
b. Otros	194.3	167.6	-26.7	-13.7
B. Egresos Corrientes	1.783.2	1.714.1	-69.1	- 3.9
1. Importación de bienes	1.010.1	1.040.9	-30.8	3.0
a. Petróleo y sus derivados	112.3	62.8	+49.5	-44.1
b. Otros	897.8	978.1	-80.3	+ 8.9
2. Importación de servicios	773.1	673.2	+99.9	-12.9
a. Servicios de capital <sup>b</sup>	370.1	380.2	-10.1	+ 2.7
b. Otros servicios <sup>c</sup>	403.0	293.0	+110.0	-27.3
<b>II. BALANCE DE CAPITALES</b>	48.0	34.3	-13.7	-28.5
A. Inversión directa	46.6	68.9	+22.3	+47.8
B. Crédito neto al sector privado	40.2	-100.2	-140.4	**
C. Crédito neto al sector público	-36.6	86.1	+122.7	**
D. Banco de la República	-2.2	-20.5	-18.3	**
<b>III. OTROS MOVIMIENTOS DE DIVISAS<sup>d</sup></b>	21.9	-92.7	-114.6	**
<b>IV. VARIACION EN RESERVAS BRUTAS</b>	-774.1	-918.4	-144.3	**
<b>V. SALDO EN RESERVAS BRUTAS</b>	4.118,5	2.257.4	**	**

<sup>a</sup> Incluye capital - petróleo.

<sup>b</sup> Incluye intereses, utilidades y dividendos.

<sup>c</sup> Incluye pagos para refinación de petróleo y gas.

<sup>d</sup> Incluye utilidades en ventas de oro, pérdidas netas en compra y venta de divisas y DEG, operaciones SWAP y depósitos en moneda extranjera de bancos.

precios de contabilización, elevando de esta manera el valor nominal de las reservas internacionales del país.

Aunque durante los primeros meses de 1984, no se presentó un incremento en el valor de las compras de oro del Banco de la República (ver Cuadro III-5), debido posiblemente a las expectativas de devaluación, puede preverse que gracias a las medidas adoptadas ello ocurra en el resto del año.

#### 6. Balance comercial<sup>4</sup>

El positivo desempeño de las exportaciones y la contracción ya comentada de las importaciones, según las cifras de manifiestos de aduana del DANE, redundaron en una notable disminución del déficit comercial de la balanza de pagos que de acuerdo con estimativos preliminares de *Coyuntura Económica* habría pasado de un promedio trimestral de US\$-322 millones en 1983 a uno de US\$-101 millones en el primer trimestre de 1984 (ver Cuadro I-1). La reducción en el flujo de financiamiento comercial neto, sin embargo, parecería constituir la principal explicación para el hecho de que, a pesar de lo anterior, el déficit comercial de la balanza cambiaria no sólo hubiera aumentado sino que llegara durante el primer trimestre de 1984 a su más alto nivel de los últimos años. Debe destacarse además, que tanto el déficit comercial de la balanza cambiaria como el de la balanza de pagos podrían estar siendo sobreestimados debido a los fenómenos

de subfacturación de exportaciones y sobrefacturación de importaciones que inducen los altos diferenciales entre las tasas de cambio negra y oficial.

## II. Balance de servicios

### 1. Servicios no financieros

El balance de servicios no financieros de la balanza cambiaria (utilizado también en las estimaciones preliminares de balanza de pagos de esta revista) continuó siendo fuertemente deficitario en el primer trimestre de 1984, aunque la magnitud del déficit (US\$124.7 millones) fue inferior a la del mismo período de 1983 ó a la del promedio de los cuatro trimestres de ese año (-US\$193.4 millones y -US\$168,0 millones, respectivamente, de acuerdo con el Cuadro III-1). Esa mejoría responde fundamentalmente a una importante reducción en los egresos que logra compensar la continuada disminución en los ingresos (Cuadro III-5). Como es sabido, el control de los egresos se ha logrado básicamente mediante las restricciones y sobrecostos a la venta de dólares para viajeros, las cuales, por demás, se incrementaron nuevamente a finales del último marzo<sup>5</sup>. Las restricciones y los controles directos, sin embargo, no son eficaces para impedir la reducción en los reintegros por exportación de servicios, razón por la cual estos sólo podrán recuperarse mediante instrumentos como los subsidios que compensen los diferenciales existentes entre las tasas de cambio negra y oficial.

<sup>4</sup> La Balanza Comercial incluye aquí exportaciones de bienes y compras de oro menos importaciones de bienes.

<sup>5</sup> Resolución No. 19, de la Junta Monetaria, marzo 21 de 1984.

## 2. Servicios financieros

Debido fundamentalmente a los menores egresos por inversión y manejo de reservas, el balance de servicios financieros continuó deteriorándose en el primer trimestre de 1984, arrojando un déficit superior a los US\$235 millones (Cuadro I-1) y de más de US\$350 millones en lo corrido del año hasta el 18 de abril (Cuadro III-5). De otra manera, los pagos netos de intereses al resto del mundo (y, en mucho menor grado, de utilidades y dividendos), sobre unos créditos contratados en el rápido proceso de endeudamiento de los últimos cinco años, se han convertido en el más importante elemento deficitario dentro de la cuenta corriente de la balanza de pagos, la cual, a pesar de ello, continúa manifestando una notable tendencia a su recuperación.

### III. Flujos de capital y otros movimientos de divisas

#### 1. Evolución global

Las cuentas de flujos de capital y otros movimientos de divisas durante los primeros meses del año señalan un comportamiento negativo que rebasó, con mucho, las más pesimistas proyecciones y que constituyó, conjuntamente con el déficit de servicios financieros, un elemento fundamental para explicar la gran aceleración en el ritmo de caída de las reservas internacionales. De acuerdo con los estimativos de balanza de pagos presentados aquí, dichas cuentas incorporan un egreso neto superior a los US\$240 millones durante el primer trimestre de 1984, lo que resulta particularmente notorio

cuando se tiene en cuenta la entrada del crédito por más de US\$200 millones otorgado al gobierno nacional en 1983 por un conjunto de bancos privados. Debe anotarse, además, que el egreso neto en los balances de capitales y de otros movimientos de divisas calculado en el Cuadro I-1, podría estar subestimando los flujos ilegales de capital debido a la práctica imposibilidad de cuantificar el grado de subfacturación de exportaciones y de sobrefacturación de importaciones que pueden estar escondiendo las cifras de manifiestos de aduana, y la utilización de las cifras de balanza cambiaria para la estimación del déficit de servicios de la balanza de pagos.

#### 2. Evolución del crédito comercial

El hecho de que el fuerte déficit estimado en el balance de capitales y de otros movimientos de divisas de la balanza de pagos no se refleje en la balanza cambiaria (Cuadro I-1), sugiere que el elemento fundamental para la explicación del primero debió ser una drástica reducción en los niveles de endeudamiento comercial, tanto para financiación de importaciones como para prefinanciación de exportaciones (reintegros anticipados por café). Infortunadamente las estadísticas disponibles no permiten una discriminación de la evolución de los créditos comerciales para profundizar en las posibles causas de su comportamiento reciente. Aunque parte de ese comportamiento debe originarse en el adelanto en el ciclo de los reintegros cafeteros debido al régimen de reintegros anticipados (lo cual pudo haber ocasionado una reducción temporal importante en el



nivel de los créditos correspondientes durante los primeros meses del año), parte considerable debe responder a un menor crédito de financiación de importaciones (mediante líneas directas de crédito comercial o a través del sistema financiero) que no alcanza a compensar los vencimientos del crédito contratado en períodos anteriores. Ese menor crédito, a su vez, podría originarse parcialmente en el menor valor de las importaciones realizadas pero también, y en buena medida, en la reducción de las líneas o cupos de crédito otorgados por la banca internacional a sus clientes en Colombia y a la menor demanda de préstamos por parte de los agentes económicos del país en razón de tasas de interés externas que, sumadas a la devaluación esperada, resultan muy superiores a las tasas de interés domésticas. A pesar de la autorización otorgada por la Junta Monetaria para prorrogar la vigencia de los préstamos externos<sup>6</sup>, y de la creación de mecanismos que obligan a los importadores a sujetarse a los plazos previstos en las licencias aprobadas por el INCOMEX para sus giros al exterior<sup>7</sup>, el diferencial de tasas de interés internas y externas, así como la contracción de la oferta de crédito por parte de la banca internacional, parecen estar teniendo efectos sobresalientes en la evolución del flujo de financiamiento comercial.

<sup>6</sup> La resolución No. 15 de la Junta Monetaria, de marzo 14, autoriza las prórrogas de los préstamos externos registrados por artículos 128 y 131 por mínimo un año y las de los registrados por el artículo 132 por mínimo 6 meses.

<sup>7</sup> Resoluciones Nos. 13 y 18 de la Junta Monetaria, marzo 14 de 1984.

### 3. *Movimientos de capital registrados en la balanza cambiaria y otros movimientos de divisas*

Como ya se anotó el comportamiento fuertemente deficitario del balance de capitales y de otros movimientos de divisas de la balanza de pagos no se observó en la balanza cambiaria, en la cual, por el contrario, se registró un ingreso neto de US\$28.5 millones durante el primer trimestre de 1984. De todas maneras resalta el bajo valor de este saldo si se tiene en cuenta que en él se incorporan una entrada neta de capitales oficiales por más de US\$130 millones (gracias al préstamo de los bancos privados liberados por el Chemical Bank), y un ingreso por concepto de inversión directa superior a US\$60 millones. Los ingresos de capitales oficiales y de inversión directa fueron contrarrestados, sin embargo, por una fuerte reducción en el endeudamiento del sector privado superior a los US\$75 millones en el primer trimestre y a los US\$100 millones en el acumulado hasta abril 18 (Cuadro III-5), y por un egreso neto en la cuenta de "otros movimientos de divisas" de más de US\$70 millones entre enero y marzo y de US\$92.7 millones hasta abril 18.

Mientras la salida neta de capitales privados registrados en la balanza cambiaria parece responder a los mismos factores que la del crédito de financiación de importaciones (diferencial en tasas de interés, expectativas de devaluación y contracción de la oferta de crédito por parte de la banca internacional), el fuerte déficit en la cuenta de "otros movimientos

de divisas'' se explica por las pérdidas netas obtenidas por el Banco de la República en el manejo de las reservas internacionales. En particular, dicho déficit responde a la apreciable pérdida generada por la conversión en dólares americanos de otras monedas, con el objeto de hacer frente a los compromisos de pago del país<sup>8</sup>, la cual sólo alcanzó a ser compensada muy parcialmente por la revalorización de las reservas lograda a través de la venta de oro en los mercados internacionales.

#### 4. *Medidas gubernamentales sobre endeudamiento externo*

Aparte de las ya nombradas medidas dirigidas a mantener el flujo de endeudamiento comercial, la Junta Monetaria expidió en los últimos meses varias resoluciones relacionadas con los flujos externos de capital. Entre ellas se destaca, por su importancia, la muy comentada Resolución No. 33, por medio de la cual se creó un ingenioso mecanismo que permite el cubrimiento del riesgo cambiario y el alivio de la situación de liquidez a las empresas privadas con créditos registrados en el exterior, siempre que esas empresas logren refinanciar externamente sus deudas o las tengan en condiciones de plazos superiores a seis años y períodos de gracia de más de tres años, a partir de la fecha en que se solicite la utilización del mecanismo instaurado. Además de contribuir a mejorar la situación interna de varias empresas de gran importancia a escala nacional sin la necesidad de incurrir en onerosos sub-

sidios, esta medida puede tener el importante efecto de fomentar un proceso de renegociación de créditos externos del sector privado que ayude a controlar los egresos netos de capitales del país.

Por otro lado, deben mencionarse las resoluciones adoptadas por la Junta Monetaria con el objeto de crear incentivos al rápido desembolso de los préstamos externos contratados por entidades públicas y al ingreso de divisas que mantienen en el exterior las empresas petroleras. Mediante esas resoluciones se permite la expedición de Títulos Canjeables por Certificados de Cambio a nombre de las empresas petroleras o de las entidades públicas con pasivos en moneda extranjera, permitiéndoles el cubrimiento del riesgo cambiario y la obtención de tasas de interés equivalentes a las internacionales.

#### IV. *Tasa de cambio, precios relativos y diferenciales en la tasa de interés*

La tasa de cambio oficial continuó devaluándose durante los primeros cinco meses del año a un ritmo equivalente a algo más del 28% anual (Cuadro III-6). Pese a la devaluación del bolívar venezolano del último febrero, que indujo una nueva devaluación del peso frente a la canasta de monedas de América Latina, el citado ritmo de devaluación nominal del peso permitió que la tasa de cambio real frente al dólar y frente al conjunto de países con los que comercia Colombia continuara con la tendencia ascendente que venía manifestando desde el segundo semestre de 1983 (Cuadro III-7). Este sostenido incremento en la tasa de cambio real

<sup>8</sup> Ver Informe Financiero de la Contraloría General de la República, abril de 1984.

CUADRO III - 6

## EVOLUCION DE LA TASA DE CAMBIO OFICIAL

	1982		1983		1984	
	\$/US\$	Variación anual equivalente %	\$/US\$	Variación anual equivalente %	\$/US\$	Variación anual equivalente %
Enero	59.84	—	71.45	21.7	90.63	28.2
Febrero	60.63	17.0	72.81	25.4	92.53	28.3
Marzo	61.40	16.4	74.19	25.3	94.47	28.3
Abril	62.21	17.0	75.60	25.3	96.45	28.3
Mayo	63.02	16.8	77.04	25.4	98.47	28.3
Junio	63.84	16.8	78.51	25.4		
Julio	64.69	17.2	80.00	25.3		
Agosto	65.55	17.2	81.68	28.3		
Septiembre	66.42	17.1	83.40	28.4		
Octubre	67.68	25.3	85.15	28.3		
Noviembre	68.97	25.4	86.94	28.4		
Diciembre	70.29	25.5	88.77	28.4		

Fuente: Banco de la República.

ha conducido, además, a una acelerada recuperación de los precios relativos en pesos de las importaciones y de las exportaciones menores, con respecto a los bienes producidos y consumidos domésticamente (Cuadro III-8), limitándose de esta manera los incentivos a importar y haciéndose más atractivo el negocio de la exportación.

El acelerado ritmo de devaluación, sin embargo, viene creando problemas en otros campos y, en particular, en los relacionados con los flujos de capital y con los costos financieros en pesos del endeudamiento externo. Al hacer que la tasa de interés externa, medida en pesos, se coloque significativamente por encima de la tasa doméstica de interés (Cuadro I-2), un ritmo de devaluación como el actual se constituye en fuente de mayores costos para los agentes

económicos endeudados en moneda extranjera, que no sólo crea problemas para el normal desempeño de muchas de las empresas productivas que se encuentran en esa situación, sino que genera incentivos a reducir los niveles de endeudamiento externo, adelantando pagos y dejando de renovar las deudas vencidas en la medida de lo posible.

Así mismo, a pesar del control de cambios vigente, un diferencial en las tasas de interés tan grande como el actual (siete puntos porcentuales) genera incentivos para la fuga de capitales del país, que se unen al aún más importante efecto que tienen sobre esto las expectativas de devaluación masiva generadas por las difíciles condiciones del sector externo, pese a los reiterados anuncios en sentido contrario hechos por el alto gobier-

## CUADRO III - 7

## INDICES DE TASAS DE CAMBIO REALES PONDERADAS

Base 1980 = 100

Deflactadas con índices de precios al consumidor

Período (promedio)	EE.UU.	Países desarrollados ponderados por		Países de América Latina ponderados por		Total 22 países ponderados por	
		Exporta- ciones menores	Importa- ciones	Exporta- ciones menores	Importa- ciones	Exporta- ciones menores	Importa- ciones
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Promedio 1970-1973	128.5	107.5	114.4	124.1	122.3	113.5	115.5
1979 - I	102.2	103.9	104.5	95.0	96.4	100.4	103.3
II	101.0	101.4	101.9	94.1	95.3	98.6	100.9
III	100.0	101.7	101.7	94.2	95.7	98.8	100.8
IV	98.7	99.7	99.4	95.4	95.3	98.0	98.8
1980 - I	99.9	100.5	100.1	97.5	96.0	99.3	99.5
II	99.1	98.8	98.8	97.3	96.6	98.2	98.5
III	100.2	101.4	101.3	100.6	101.1	101.1	101.3
IV	101.2	99.9	100.4	104.4	105.3	101.6	101.1
1981 - I	100.7	96.0	97.2	105.0	106.5	99.3	98.5
II	98.3	89.8	91.4	101.8	100.2	94.2	92.6
III	99.2	86.7	88.7	102.2	99.7	92.3	90.2
IV	101.2	91.0	92.7	104.8	101.1	96.0	93.9
1982 - I	100.9	89.2	90.9	104.1	96.5	94.6	91.7
II	99.1	86.3	88.0	96.5	86.9	90.0	87.8
III	99.8	84.6	86.4	91.8	76.3	87.2	84.8
IV	100.6	84.6	86.5	93.9	79.2	88.0	85.4
1983 - I	102.4	87.2	89.5	89.0 <sup>a</sup>	74.8	87.9	87.2
II	102.5	86.0	88.4	74.5 <sup>a</sup>	71.9	81.4	85.7
III	107.3	87.8	90.6	78.5 <sup>a</sup>	76.3	84.2	88.3
IV	111.7	91.1	94.2	81.7 <sup>a</sup>	78.6	87.4	91.7
1984 - I*	116.0	94.4	97.7	79.9 <sup>a</sup>	79.4	88.6	94.7

\* Cifras provisionales.

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, 1983; p. 110.

<sup>a</sup> Para Venezuela se utiliza un promedio ponderado de las tres tasas de cambio oficiales vigentes. Entre febrero de 1983 y febrero de 1984 se supone que un 25% de las exportaciones menores colombianas hacia ese país, entran con la tasa preferencial de 4.30 bolívares por dólar; un 30% con la tasa de 6 y un 45% con la libre situada alrededor de 9.50, lo que genera una media de 7.33 bolívares por dólar. Desde febrero de 1984 se supone que un 5% de las exportaciones menores a Venezuela entran por la tasa de 4.30, un 50% por la de 7.50 y un 45% por la libre, colocada alrededor de 14 bolívares por dólar, generando un promedio de 10.3 bolívares por dólar.



no. Dichos incentivos a sacar ilegalmente capitales del país se manifiestan en la fuerte demanda de dólares negros que, unida con otros factores, contribuye a explicar el alza en el precio de éstos y el sostenido y creciente diferencial entre las tasas de cambio negra y oficial. Ese diferencial, a su vez, se convierte en un factor desestimulante para los reintegros oficiales de divisas que no sólo trae consigo la caída de los ingresos oficiales netos provenientes de las exportaciones de servicios sino que genera incentivos para la subfacturación de exportaciones y la sobrefacturación de importaciones.

Como ya se vio, tanto el aumento en los costos del endeudamiento en moneda extranjera como los incentivos a pagar deuda externa y a sacar capitales ilegalmente del país han sido contemplados por el gobierno en diversas medidas adoptadas recientemente. No obstante, el crecimiento en el diferencial de las tasas de interés que tuvo lugar entre el primer trimestre de 1983 y la primera mitad de 1984, así como la reducción de la inflación, sugieren la conveniencia de ir reduciendo gradualmente el ritmo de devaluación nominal, sin dejar de mantener una política activa en ese frente que permita incrementos anuales del orden del 10% en la tasa de cambio real frente al dólar.

Ante los costos que conllevaría la búsqueda de una devaluación real demasiado acelerada con el sistema actual de minidevaluaciones, así como ante los argumentos ampliamente conocidos contra la eventualidad de una devaluación masiva<sup>9</sup>, la búsqueda de mecanis-

mos alternativos que incrementen la tasa de cambio *efectiva* relevante para la mayor parte de las transacciones externas se hace particularmente importante. En esta dirección se coloca la propuesta presentada por María Mercedes de Martínez<sup>10</sup>, según la cual se podrían instaurar tasas de cambio diferenciales camufladas en un ingenioso mecanismo de primas sobre los Certificados de Cambio, utilizando estos en sentido inverso a aquel con el cual se usaron en 1977 para lograr una revaluación efectiva del peso. De acuerdo con dicho mecanismo se podría incrementar el precio oficial de las divisas relevante para las importaciones no esenciales, para las exportaciones diferentes al café y al fuel-oil y para todos los flujos de servicios no financieros, de manera más drástica y fuerte de lo que pudiera resultar de cualquier ritmo razonable de minidevaluaciones.

La propuesta que comentamos enfrenta, sin embargo, diversas dificultades. En primer lugar, no es enteramente claro que sea viable en términos legales puesto que podría interpretarse como un rompimiento con el Estatuto Cambiario de 1967. De acuerdo con la justificación que se le dio en su momento<sup>11</sup>, dicho Estatuto contemplaba la abolición de las tasas diferenciales que estaban generando fuertes pérdidas al Estado

<sup>9</sup> Ocampo, José Antonio, "En Defensa de la Continuidad del Régimen Cambiario", *Coyuntura Económica*, marzo, 1983.

<sup>10</sup> Martínez, María Mercedes de, "En busca de un cambio en la política cambiaria", *Estrategia Económica y Financiera*, abril, 1984.

<sup>11</sup> Lleras Restrepo, Carlos, *Mensaje al Congreso Nacional*, 20 de julio de 1967 publicado por el Banco de la República.

CUADRO III - 8

INDICES DE PRECIOS RELATIVOS  
DE LOS BIENES COMERCIALIZADOS  
Base 1980 = 100

	Importa- ciones <sup>a</sup>	Exporta- ciones menores <sup>b</sup>
Promedio 1970-1973	131.7	96.1
1979 - I	104.8	90.1
II	103.1	90.0
III	102.0	96.0
IV	101.2	98.8
1980 - I	102.7	102.9
II	99.2	99.1
III	99.4	99.8
IV	99.0	98.6
1981 - I	99.3	103.0
II	97.0	96.4
III	97.6	88.5
IV	97.1	87.6
1982 - I	95.5	84.5
II	91.9	81.9
III	90.0	81.1
IV	89.3	83.1
1983 - I	89.3	79.4
II	84.1	80.6
III	89.4	86.7
IV	92.9	92.1
1984 - I	96.0	95.6

<sup>a</sup> Índice de precios al por mayor de productos importados dividido por el de bienes producidos y consumidos internamente.

<sup>b</sup> Índice de precios al por mayor de productos exportados sin café dividido por el de bienes producidos y consumidos internamente.

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

de productos beneficiados con la tasa de cambio más baja.

En segundo lugar, aunque la medida de imponer un descuento sobre los certificados de cambio ejecutada en 1977, mediante la expedición de éstos con un plazo de maduración específico, pudo revaluar camufladamente la tasa de cambio sin generar en el público la sensación de un rompimiento en el régimen cambiario, es poco probable que el manejo de los Certificados de Cambio en la dirección opuesta pueda camuflarse en el mismo grado, por cuanto implicaría necesariamente el desembolso de una prima especial *explícita*, en favor de sus poseedores, por encima de la tasa de cambio oficial. Por esta razón, la utilización de los Certificados de Cambio en la dirección sugerida por María Mercedes de Martínez podría ser entendida por la opinión pública y por los agentes económicos como lo que es; esto es, como la conformación de tasas de cambio diferenciales, lo cual supone la devaluación masiva de una de esas tasas y rompe, por lo tanto, con la relativa estabilidad que durante 17 años le ha otorgado al peso colombiano la vigencia del sistema de minidevaluaciones. Más aún, la instauración de ese tipo de tasas diferenciales podría ser interpretada como un primer paso hacia la devaluación masiva, generando, posiblemente, desestabilizadoras presiones especulativas.

—con la consiguiente emisión monetaria— por la obligación que tenía este último de cubrir la diferencia entre el valor de los dólares comprados a los exportadores y el de los vendidos a los importadores

En tercer lugar, no es fácil predecir lo que sucedería en el plano monetario y financiero con la implantación de un sistema como el propuesto en el citado artículo de *Estrategia Económica*. En par-

ticular, sería necesario analizar con mayor profundidad el efecto sobre la "conformación" del portafolio de los agentes económicos que podría tener la expedición de Certificados de Cambio redimibles inmediatamente, por un monto igual o superior al valor de las exportaciones que se quieren estimular. Aunque los importadores tuvieran la necesidad de comprar esos Certificados para poder acceder a la divisas del Banco de la República, la simple necesidad de mantenerlos durante su período de maduración podría introducir serios problemas de contracción monetaria o de desplazamiento de fondos de otros activos líquidos rentables, con las consiguientes dificultades para la liquidez de las instituciones financieras.

Ante estos problemas inherentes a la propuesta de María Mercedes de Martínez, es posible postular, para su discusión, una política alternativa que tendría básicamente los mismos objetivos pero que sería claramente menos traumática y de más fácil ejecución en la práctica. Esa política consistiría en acompañar la reducción en el ritmo de minidevaluaciones con un agresivo incremento en los aranceles a las importaciones, incluyendo mayores sobrecostos a la compra de dólares para pago de servicios diferentes de utilidades, dividendos e intereses, y con un aumento importante en los subsidios a las exportaciones, incluyendo dentro de los beneficiarios de esos subsidios a los exportadores de servicios no financieros. Aparte de incrementar la tasa de cambio efectiva que reciben los exportadores y que tienen que pagar los importadores, con el consiguiente aumento en la

competitividad externa de la producción colombiana<sup>12</sup>, un incremento importante en los subsidios y en los aranceles haría más costosa la sobrefacturación de importaciones y reduciría el atractivo de subfacturar exportaciones, contribuyendo de esa manera al control de los flujos ilegales de capital. Por esa misma razón, sería particularmente importante que una medida como la propuesta incrementara los sobrecostos a los giros por concepto de servicios e instaurara subsidios a los reintegros provenientes de su exportación. De no ser así el incremento en la tasa de cambio negra que podría eventualmente acompañar a la reducción en la oferta de divisas en el mercado extraoficial, ante las menores subfacturación de exportaciones y sobrefacturación de importaciones, podría inducir mayores presiones sobre el balance de servicios de la balanza cambiaria oficial para trasladar al mercado ilegal una mayor proporción de sus ingresos. Los subsidios a los servicios, además, al obstaculizar y encarecer el abastecimiento de dólares del mercado negro, permitirían contrarrestar los mayores incentivos al contrabando de importación que eventualmente pudieran surgir de la elevación en los aranceles.

Las dificultades prácticas implícitas en la ejecución de una política de devaluación efectiva con instrumentos fiscales, sin ser despreciables, no son mayores a las de un sistema de tasas de cambio múlti-

<sup>12</sup> Sobre la equivalencia entre una devaluación y la imposición de mayores aranceles y subsidios, analizada en un esquema de equilibrio general, ver Laker, John F., "Fiscal Proxies for Devaluation: A general review", *IMF Staff Papers*, Vol. 28 No. 1, marzo, 1981.

ples. En particular, tanto la utilización de instrumentos fiscales como la de los Certificados de Cambio en la búsqueda de una devaluación efectiva presentan las dificultades de control de cualquier política discriminatoria<sup>13</sup>. Debe recordarse, empero, que es de esa misma capacidad para discriminar, de donde surgen las principales ventajas de este tipo de medidas frente a la alternativa de una devaluación masiva aplicable a todas las transacciones en divisas<sup>14</sup>. Es importante observar, adicionalmente, que una política de aranceles y subsidios como la propuesta no tendría porqué originar costos fiscales netos al Estado —como tampoco ocurriría de adoptarse una política como la propuesta por María Mercedes de Martínez—, en la medida en la cual lo recaudado mediante los primeros, sea suficiente para financiar a los segundos. Más aún, teniendo en cuenta que los aranceles se podrían aplicar a la gran mayoría de las importaciones y que cerca de la mitad de las exportaciones de bienes y servicios podrían quedar sin recibir subsidio (café, carbón, fuel-oil, ferromnquel), los incrementos en las tasas de estos últimos podrían ser significativamente más altos que los incrementos correspondientes a las tasas de arancel sin que ello diera lugar a un aumento del déficit fiscal y pudiendo, por el contrario, contribuir a reducirlo.

Al comparar las alternativas de usar instrumentos fiscales o pri-

mas sobre los Certificados de Cambio para lograr una devaluación efectiva se pueden observar cinco elementos distintivos que vale la pena mencionar:

1. Los instrumentos fiscales no implican ninguna ruptura en el régimen cambiario vigente lo cual no sólo facilita la ejecución práctica y legal de la medida sino que impide las consecuencias negativas que, como ya se comentó, podría tener en el mediano plazo la propuesta de primas sobre los Certificados de Cambio para la confianza de los agentes económicos en el peso y en el sistema de minidevaluaciones.
2. Al no requerir la expedición de títulos denominados en moneda extranjera por un monto igual al valor de las exportaciones beneficiadas por la medida, el sistema de subsidios y aranceles evitaría los traumatismos monetarios que aparentemente conlleva la otra propuesta.
3. Las entradas de capital posteriores a la medida no se verían beneficiadas con subsidios en la alternativa fiscal mientras que en la otra alternativa sí recibirían la prima sobre el valor oficial de la tasa de cambio. En contraprestación, sin embargo, ni las amortizaciones ni los intereses sobre ese capital tendrían que hacerse con sobrecostos en la alternativa fiscal —a diferencia también de la alternativa de los Certificados—, garantizándose para esos egresos la tasa de cambio oficial, cuyo ritmo de devaluación sería de todas maneras más bajo que el actual.

<sup>13</sup> Ibid., págs. 131-134.

<sup>14</sup> Ocampo, José Antonio, "El Sector Externo y la Política Macroeconómica", *La Política Económica en la Encrucijada*, CEDE - Banco de la República, 1984.

4. Pese a tener efectos muy similares en cuanto a la competitividad de los productos colombianos en el exterior, la alternativa de los aranceles y subsidios podrían generar mayores resistencias a nivel internacional que las de las tasas de cambio diferenciales con primas sobre los Certificados de Cambio. Esta situación se podría presentar tanto a nivel de las acusaciones por la imposición de mayores aranceles a importaciones del Grupo Andino como al de las retaliaciones de los países desarrollados por la implantación de subsidios a las exportaciones. En el primer caso, este tipo de problemas, podrían ser minimizados si se presentan los incrementos en aranceles y subsidios como una medida temporal y compensatoria del grado de sobrevaloración real del peso; en el segundo caso, las retaliaciones podrían evitarse como se hace hoy en día, con la simple especificación de unas pocas excepciones al sistema de subsidios.

5. Finalmente, un elemento que podría tener alguna importancia política para obstaculizar la ejecución de la propuesta de aranceles y subsidios sería el que la extensión de estos últimos a las exportaciones de servicios pudiera ser utilizada por parte de narcotraficantes y otros perceptores de divisas ilegales para ganarse un subsidio en el proceso de "lavado" de sus dólares. La eventual —aunque no improbable— utilización de este argumento en contra de la alternativa fiscal a la devaluación sería, sin

embargo, puramente subjetiva y carente de contenido real, por cuanto el beneficio adicional que podrían obtener los poseedores de divisas ilegales con esta alternativa sería exactamente equivalente al que obtendrían de una devaluación masiva del peso o de la imposición de tasas diferenciales a través de las primas sobre los Certificados de Cambio. Más aún, la alternativa fiscal —como la propuesta por María Mercedes de Martínez— podría acompañarse de estrictos controles al otorgamiento de subsidios sobre las exportaciones de servicios obligándose, por ejemplo, a la inscripción de los exportadores en archivos de la Oficina de Control de Cambios disponibles para investigaciones policivas y judiciales sobre las fuentes originales de las divisas correspondientes.

#### V. Proyección de la balanza cambiaria

En el Cuadro III-9 se presenta una proyección de la balanza cambiaria para 1984 consistente con las perspectivas de la balanza de pagos que se exponen con detalle en un informe especial de esta revista. De acuerdo con dicha proyección el drenaje de las reservas internacionales se acercaría a los US\$1.600 millones durante el año, con lo cual su nivel absoluto terminaría en diciembre en menos de la mitad de lo que representaban a finales del año anterior. Debe observarse sin embargo, que esta proyección de las reservas implica una desaceleración en su ritmo de caída durante el segundo semestre



CUADRO III - 9

**PROYECCION DE LA BALANZA CAMBIARIA**  
(Millones de dólares)

	1983 <sup>a</sup>	1984
I. BALANCE EN CUENTA CORRIENTE	-1.753.8	-1.795
A. Ingresos Corrientes	3.677.3	3.665
1. Exportación de bienes	2.529.9	2.770
a. Café	1.591.1	1.600
b. Otros	938.8	1.170
2. Compras de oro	176.6	260
3. Ingresos por servicios y transferencias	850.9	520
a. Intereses	268.6	50
b. Otros servicios y transferencias	582.3	470
4. Capital petróleo	119.9	115
B. Egresos Corrientes	5.431.1	5.460
1. Importación de bienes	3.105.9	3.050
2. Egresos por servicios	1.931.0	2.045
a. Servicios de capital	1.040.2	1.207
b. Otros servicios	890.8	838
3. Pagos para refinación de petróleo y gas	394.2	365
II. BALANCE DE CAPITALES	105.4	270
A. Inversión directa	189.7	300
B. Crédito neto al sector privado <sup>b</sup>	-117.0	-180
C. Crédito neto al sector público	-61.7	100
D. Banco de la República	94.4	50
III. OPERACIONES CAMBIARIAS	-68.4	-70
IV. VARIACION EN RESERVAS BRUTAS	-1.716.8	-1.595
V. SALDO EN RESERVAS BRUTAS	3.175.8	1.581

<sup>a</sup> Cifras provisionales.

<sup>b</sup> Incluye movimiento neto de las partidas de reembolsos anticipados y de depósitos en moneda extranjera.

**Fuente:** Banco de la República y estimaciones de FEDESARROLLO.

del año frente al promedio de más de US\$200 millones mensuales que se manifestó en los primeros cinco meses. Además, a menos que la situación financiera internacional condujera a una contracción en las líneas de crédito comercial superior a lo que se supone en el citado informe especial, no parece probable que la reducción de las

reservas conduzca a dificultades de liquidez excesivas en los próximos años; por el contrario, estas se podrían empezar a recuperar desde 1986 en forma lenta pero continua, siempre y cuando se mantengan y se refuercen de manera importante las medidas gubernamentales de control.

# Moneda y crédito

## I. Introducción

La evolución financiera de la economía en un cierto período está determinada, entre otros factores, por los requerimientos financieros de los sectores de la actividad económica, las decisiones institucionales que afectan el volumen y la distribución de los recursos financieros, y en general, por las elecciones financieras de los agentes económicos: las familias, los bancos y otros intermediarios financieros, las empresas, y el gobierno.

Los indicadores convencionales —como la oferta monetaria, los activos líquidos rentables, y la cartera de las instituciones financieras—, ofrecen un panorama de las fuentes y usos de los recursos financieros y, a pesar de su carácter agregado, una ilustración general de las escogencias financieras de los agentes económicos. Lo acontecido en el campo financiero en los primeros meses de 1984 puede analizarse a la luz de estos enunciados básicos.

## II. La oferta monetaria

El indicador más utilizado para medir la liquidez de la economía es el de los medios de pago, compuesto por el efectivo en poder de las empresas, familias y gobierno, y los depósitos en cuenta corriente que estos agentes realizan en los bancos comerciales. En el primer trimestre de 1984, los medios de pago se redujeron en un 9.9% en comparación con la cantidad disponible al término de 1983; esta disminución es la más severa si se la compara con la ocurrida en el primer trimestre de los últimos seis años (Cuadro IV-1). Sin embargo, en el año completo —marzo de 1983 a marzo de 1984— la tasa de crecimiento de los medios de pago fue superior a la de los dos años precedentes. Esto quiere decir que en términos relativos con los años anteriores, la economía gozó de una mayor liquidez en los primeros meses del año, a pesar del descenso anotado.

Para explicar el descenso de la oferta de dinero es necesario revi-

## CUADRO IV - 1

## MEDIOS DE PAGO, BASE MONETARIA Y MULTIPLICADOR

Primer Trimestre: 1979 - 1984  
(Millones de pesos corrientes)

Años	Medios de pago	Tasa de Crecimiento %		Base monetaria	Tasa de Crecimiento %		Multiplificador	Tasa de Crecimiento %	
		Año comp.	Año corr.		Año comp.	Año corr.		Año comp.	Año corr.
1979	128.679	23.1	-4.6	96.005	29.2	-5.2	1.3403	-5.4	1.0
1980	168.112	30.6	0.3	129.186	34.6	-2.1	1.3013	-2.9	2.4
1981	207.254	23.3	-3.2	154.180	19.3	-9.3	1.3442	3.3	7.2
1982	250.456	20.8	-3.5	189.820	23.1	-8.3	1.3194	-1.8	5.2
1983	300.034	19.8	-7.8	195.450	3.0	-19.8	1.5351	16.3	14.9
1984	368.251	22.7	-9.9	232.963	19.2	-15.8	1.5810	3.0	7.0

## CUASIDINEROS Y OFERTA MONETARIA AMPLIADA

Fin del primer trimestre: 1979 - 1984

Años	Tasas de crecimiento		(2) Oferta Monetaria Ampliada	Tasas de crecimiento	
	(1) Cuasidineros	% Año comp.		% Año comp.	(1)/(2)
1979	95.228	—	223.907	—	0.42
1980	141.285	48.4	309.397	38.2	0.45
1981	251.280	77.9	458.534	48.2	0.55
1982	371.386	47.8	621.842	35.6	0.60
1983	460.558	24.0	760.592	22.3	0.61
1984	624.564	35.6	992.815	30.5	0.63

Fuente: Banco de la República.

sar el comportamiento de los orígenes de los medios de pago. Desde el punto de vista de la organización financiera institucional tanto el Banco de la República como los bancos comerciales contribuyen a la creación de los medios de pago. Tal contribución es una respuesta a las exigencias de financiación de las empresas, las familias y el gobierno, como se comentó en el párrafo anterior. Pero es también el resultado de las orientaciones de política adoptadas por las autoridades financieras.

*A. La emisión monetaria del Banco de la República.  
El comportamiento contraccionista del sector externo y el sector privado*

La emisión monetaria originada en el Banco de la República, conocida como la base monetaria, se produce cuando el Banco adquiere activos internacionales provenientes de la exportación de bienes y servicios o del influjo de capitales para el gobierno o las empresas. También se produce la emisión

cuando el Banco suple los requerimientos financieros del gobierno y de la empresa privada. Pues bien, la base monetaria disminuyó en el primer trimestre en un 15.8%, la segunda cifra más alta en los últimos seis años (Cuadro IV-1). Esta caída de la base se explica principalmente por el comportamiento contraccionista del sector externo y del sector privado. En lo referente al sector externo, el indicador pertinente es el del saldo en la cuenta corriente de la balanza cambiaria, el cual, a fines de marzo, ofrecía un resultado deficitario de US\$742.5 millones. En el primer trimestre, los exportadores de bienes —café y otros productos— vendieron al Banco de la República activos internacionales por US\$458.1 millones, al tiempo que los importadores de bienes compraron al Banco activos internacionales por US\$880.9 millones. En el caso de los servicios, los ingresos —intereses por inversión de las reservas en el exterior, transferencias, turismo y otros— llegaron a US\$354.2 millones, cifra muy inferior a la de los egresos —intereses por la deuda pública y privada, y otros— de US\$440 millones. En otras transacciones que afectan la balanza cambiaria —oro, petróleo y gas— el resultado fue también deficitario. En conclusión, los pesos entregados al Banco de la República a cambio de reservas internacionales para pagos al exterior fueron más que los pesos emitidos por el Banco para la compra de activos internacionales. De esta manera, la base monetaria se redujo en \$57.915 millones en los tres primeros meses de 1984 (ver Cuadro I-5).

El sector privado se convirtió también en fuente de disminución

de la base monetaria: el crédito del Banco de la República a los bancos, que a finales de marzo alcanzó la suma total de \$43.540 millones, en el curso del trimestre únicamente aumentó en \$303 millones; el crédito neto a los fondos financieros cerró el trimestre con una cifra contraccionista de \$15.147 millones en la medida en que los depósitos de los fondos en el Banco de la República llegaron a los \$84.611 millones, guarismo superior al financiamiento de \$69.464 millones. En el curso del trimestre, la contracción debida a los fondos financieros se elevó en \$4.454 millones por encima de la existente en diciembre de 1983. La mayor parte de esta nueva contracción corrió por cuenta del Fondo Financiero Agropecuario por cuanto la financiación de los cultivos semestrales generalmente se inicia a partir del segundo trimestre del año<sup>1</sup>.

La contracción atribuida al sector privado en el curso del trimestre se originó fundamentalmente en las cancelaciones de créditos hechos por las corporaciones de ahorro y vivienda al FAVI —de más de \$6.000 millones— y en la adquisición de títulos del encaje del mismo fondo. Estos últimos bordearon los \$6.000 millones. De esta manera, las cifras acumuladas

<sup>1</sup> Otras entidades de fomento, como las corporaciones financieras y el Banco Central Hipotecario, dieron lugar a efectos disímiles sobre la variación trimestral de la base monetaria: al tiempo que las compras de cédulas del Banco Central Hipotecario por el Banco Emisor originaron una expansión de \$4.685 millones con destino al Fondo de Desarrollo Urbano, las corporaciones provocaron una contracción de \$904 millones por concepto de aumento de depósitos en el Emisor y cancelación de préstamos y descuentos.

a finales de marzo presentaban unas disponibilidades de las corporaciones en el FAVI superiores a los \$20.000 millones, de los cuales \$16.000 correspondían a títulos del encaje. Como si fuera poco, la contracción monetaria atribuible al sector privado pasó por dos puertas adicionales: la primera representada por una mayor acumulación de depósitos para la adquisición de licencias de cambio en el Emisor cercana a los \$2.800 millones y, la segunda, por una nueva venta a entidades públicas de títulos canjeables y de participación por parte del Banco de la República superior a los \$8.000 millones.

La información recogida en los dos últimos párrafos ilustra los enunciados hechos al principio de esta sección: los pesos emitidos por el Banco de la República para la financiación del sector privado fueron menos que los depositados por las corporaciones de ahorro y vivienda —repagos y adquisición de títulos de encaje—, los bancos —repagos por la utilización del cupo ordinario y adquisición de títulos del F.F.A.P.—, las empresas —depósitos para giro al exterior y compra de títulos del Emisor.—En algunos casos, las normas institucionales vigentes sobre encajes e inversiones forzosas y, en otros, la decisión de adquirir valores emitidos por el Banco de la República denominados en moneda legal o extranjera propiciaron la contracción mencionada.

#### *B. La financiación monetaria del déficit del gobierno*

Al contrario de lo ocurrido con el sector externo y el sector privado, el gobierno central se convirtió en

el motivo principal de expansión de la base monetaria. A través de la emisión del Banco de la República, el gobierno financió parcialmente su déficit efectivo acudiendo a los siguientes mecanismos: en primer lugar, utilizando las tres cuartas partes de los depósitos que la Tesorería había represado en el Banco de la República a finales de diciembre del año anterior y que en tal oportunidad superaban los \$19.000 millones. En segundo término, liquidando el saldo a favor de la Tesorería en la Cuenta Especial de Cambios —\$5.617 millones. Finalmente, acudiendo al cupo especial y a la utilización de la garantía de los Títulos de Ahorro Nacional en el Banco de la República; por el primer concepto, la expansión trimestral fue de \$3.524 millones, y por el segundo, de \$8.448 millones. En su conjunto, el crédito neto del Emisor a la Tesorería y a otras entidades públicas en el curso del trimestre aumentó en \$31.093 millones, suma que fue complementada por un poco más de \$10.000 millones provenientes del crédito externo al gobierno (ver Cuadro I-5).

En resumen, el impacto contraccionista del sector externo y del sector privado fue compensado en un 50% por la emisión de nuevos pesos para la financiación parcial del déficit del gobierno. La variación de la base en el primer trimestre del año en curso no fue muy diferente a la del año anterior en términos cuantitativos. Además, el comportamiento de los sectores fue similar; en los dos casos, tanto el sector externo como el privado fueron contraccionistas, y el gobierno, el único expansionista. La restricción monetaria del sector



privado fue semejante a la del año anterior, pero la del sector externo tuvo un mayor impacto en el primer trimestre de 1984; buena parte de esta diferencia se debió a la evolución de la tasa de cambio, la cual, como se sabe, fue muy superior en el primer trimestre del año en curso —28.3% anual en promedio— a la correspondiente al mismo período del año precedente —24% anual en promedio.

La presentación anterior se concentra en la descripción de los factores de contracción y expansión de la emisión monetaria originada en el Banco de la República en los tres primeros meses del año corriente. En los días siguientes, particularmente en el mes de abril, algunos de los episodios referidos simplemente se han mantenido, al tiempo que otros se han hecho más significativos no tanto por su incidencia cuantitativa sobre la base monetaria como por su interés cualitativo para comprender las circunstancias y las actitudes de los agentes económicos. Uno de estos últimos es el que se relaciona con la financiación monetaria de déficit del gobierno; en efecto, en el mes de abril el crédito neto del Emisor a la Tesorería se elevó en un 15% sobre el concedido en el primer trimestre, mediante la liquidación de depósitos por garantía<sup>2</sup> y en moneda legal de la Tesorería, así como por la utilización adicional de la línea de garantía sobre los TAN, cuyo valor acumulado alcanzó los \$11.557 millones. En otras palabras, ante la pesadez imprevista del Fondo de Inversiones Públicas,

que en el primer cuatrimestre debería haber producido alrededor de \$15.000 millones y sólo proveyó algo más de \$4.222 millones, el gobierno optó por trasladar a la Tesorería la totalidad de las captaciones de TAN. En estas circunstancias, para satisfacer las operaciones del repago, el Emisor resultó incrementando su crédito bruto a la Tesorería en una magnitud semejante a la deficiencia presentada por el Fondo de Inversiones Públicas. En cuanto al sector privado, los hechos sobresalientes fueron la continuación de la acumulación de depósitos de giro en el Emisor, que para finales de abril frisaban los \$28.000 millones; este guarismo es significativo no sólo en términos cuantitativos sino por constituir el reflejo de las expectativas cambiarias de los agentes económicos. En el año completo estos depósitos previos pasaron del orden de \$9.000 millones a la cifra excepcional que se acaba de citar; la razón se encuentra en el atractivo de los títulos expedidos por el Banco de la República al constituirse los depósitos previos de giro y que consiste en su denominación en moneda extranjera, que protege al tenedor del título del riesgo cambiario (Resolución 46/77 Junta Monetaria).

Otros hechos destacados en la financiación monetaria del sector privado en el mes de abril fueron los siguientes: la disminución sustancial de los títulos de participación —de \$7.418 millones—, que prácticamente redujo las operaciones monetarias del Emisor a los Certificados de Cambio y a los Títulos Canjeables, y el incremento del crédito primario a los bancos a través del cupo extraordinario por más de \$3.000 millones. A

<sup>2</sup> Se trata fundamentalmente del traslado a la Tesorería de impuestos aduaneros depositados por los bancos en el Banco de la República.

estos factores sobresalientes en el comportamiento de la base monetaria en el mes de abril se unió el agravamiento ininterrumpido del déficit en la cuenta corriente de la balanza cambiaria.

Apreciando estos indicadores en su conjunto se concluye que a lo largo de los primeros cuatro meses del año se sostuvo el esquema, según el cual, tanto el sector externo como el privado actuaron como fuente de contracción de la base monetaria, y que el gobierno se convirtió en la principal motivación expansionista. En estos términos puede resumirse lo acaecido con la emisión monetaria originada en el Banco de la República. En seguida se efectúa un breve comentario acerca de la emisión realizada por los bancos comerciales, y en general, del crédito otorgado por los bancos y otros intermediarios financieros.

### *C. La emisión monetaria y el crédito de la banca comercial*

La emisión monetaria realizada por los bancos de crédito se apoya en dos relaciones fundamentales que, a su vez, son la expresión de las decisiones tomadas por el público y los bancos así como de ciertas restricciones derivadas de las regulaciones bancarias o de las metas buscadas por la política monetaria. Estas relaciones son las de efectivo en poder del público a depósitos en cuenta corriente y reservas bancarias a depósitos en cuenta corriente o encaje bancario. Conjuntamente tales relaciones definen el llamado multiplicador monetario cuya evolución estadística define la trayectoria de la emisión monetaria efectuada por la

banca comercial. El multiplicador monetario se mueve en el sentido contrario a las relaciones reseñadas; así, una disminución de la relación de efectivo a depósitos en cuenta corriente como la presentada en el primer trimestre —la cual ocurre regularmente luego del comportamiento estacional de fin de año cuando el público manifiesta su preferencia por dinero en efectivo— del orden del 40.5%, tuvo un efecto positivo sobre el proceso de expansión secundaria superior al registrado en el mismo período para los años más recientes. Por su lado, la relación de reservas bancarias a depósitos en cuenta corriente se incrementó en 10%, produciendo un impacto negativo y parcialmente compensatorio sobre la expansión del dinero bancario. Este comportamiento contrasta con el presentado en el primer trimestre del año anterior cuando la disminución de las dos relaciones —en un caso por circunstancias estacionales y en el otro como resultado de la eliminación del encaje marginal—, elevó a niveles sin precedentes cercanos al valor del multiplicador monetario. En definitiva, el crecimiento del 7% del multiplicador en el curso del primer trimestre, (Cuadro IV-1), impulsado por el descenso de la relación de efectivo a depósitos en cuenta corriente, se vio moderado por la ampliación de los depósitos del sistema bancario en el Banco de la República. Esta descripción simple puede ser sistemática del comportamiento del público y los bancos; en el primer caso, podría reflejar, como se verá más adelante la preferencia del público por activos líquidos rentables, sustitutos del dinero, o por moneda extranjera. En el segundo caso revelaría una situación general de

**CUADRO IV - 2**  
**SISTEMA BANCARIO**  
**INDICADORES FINANCIEROS**  
**1971 - 1983**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	Tasa de Captación %	Costos de los recursos %	Tasa del crédito %	Tasa de Colocación %	Margen financiero de interme- diación 1 %	Margen financiero de interme- diación 2 %	Margen financiero de interme- diación 3 %
1971	10.9	3.8	16.2	14.7	10.6	11.3	30.1
1972	10.0	4.0	15.8	14.3	10.0	10.7	27.1
1973	10.9	4.7	17.3	15.6	10.8	11.5	25.6
1974	14.3	6.9	21.0	17.9	11.5	12.1	19.2
1975	18.3	9.8	22.3	19.7	10.7	11.3	11.9
1976	17.1	9.6	21.9	19.4	10.5	11.1	12.0
1977	21.2	10.9	23.4	21.0	11.1	11.5	10.9
1978	23.4	12.1	25.2	22.5	11.3	11.9	10.1
1979	26.8	14.1	28.1	24.3	11.7	12.3	9.3
1980	28.8	17.3	33.2	28.6	13.0	13.8	8.5
1981	27.9	19.5	33.6	29.3	11.7	12.6	6.7
1982	25.7	18.6	31.1	27.9	8.9	11.5	6.2
1983	24.1	17.1	27.4	24.3	7.7	9.6	5.7
1984 1er. trimestre	24.3	19.7	32.0	27.6	8.0	10.8	5.4

sobreenganche de los bancos durante los primeros noventa días del año, concomitante con un período de pesadez de las actividades crediticias.

El sobreenganche bancario no significa que todos los bancos, individualmente considerados, hubieran presentado una situación superior a la requerida por las autoridades. Al contrario, algunos debieron concurrir a los créditos interbancarios y ocasionalmente como en el caso del Banco de Colombia, al cupo extraordinario de crédito en el Banco de la República. La situación de relativa liquidez bancaria no sólo dependió de un incremento de los depósitos en cuenta corriente superior al realizado en el primer trimestre del año anterior sino de la recuperación ostensible de

los certificados de depósito a término (CDT) iniciada en los meses postreros de 1983. Esta última anotación sobre las captaciones a través de certificados es importante no sólo por su contribución a la liquidez bancaria sino por las modificaciones cualitativas que introduce sobre el crédito bancario y por el impacto que produce sobre la situación de pérdidas y ganancias de los bancos.

La revitalización de las captaciones bancarias a través de los CDT ha ocurrido simultáneamente con la disminución de los recursos que las corporaciones de ahorro y vivienda habían atraído desde finales de 1982 con sus certificados anuales; el descenso de la corrección monetaria precipitado por el menor crecimiento del índice de pre-

cios desde mediados de 1982, colocó la rentabilidad esperada sobre los depósitos en UPAC en un nivel inferior a la ofrecida por los CDT de bancos y corporaciones financieras. Esta reubicación de recursos financieros fortalece las posibilidades de ampliación crediticia de los bancos con independencia del proceso de emisión secundaria de dinero, pero también, como ya se ha insinuado, eleva los costos medios de captación de los bancos; el efecto será diferente según la proporción relativa de recursos costosos —ahorros y CDT— y recursos sin costo financiero —depósitos en cuenta corriente. En el primer trimestre de 1984 el conjunto del sistema bancario llegó a captar tres pesos en CDT por cada dos pesos recibidos en cuenta corriente. La financiación bancaria a través de fondos financieros y líneas especiales de crédito escasamente se elevó por encima del nivel existente a fines de 1983. En el total de los recursos percibidos en el trimestre, el 40.2% correspondió a los depósitos corrientes, el 57.2% a los CDT, y el 2.6% a la financiación otorgada por el Banco de la República. Ahora bien, vale la pena anotar que en los primeros meses del año se ha mantenido la preferencia relativa de los depositantes en cuenta corriente por la banca oficial y banca mixta, con lo cual la incidencia de la recuperación de los CDT sobre la banca privada puede ser todavía más gravosa<sup>3</sup>. La presentación anterior alude

a la conducta de las fuentes financieras de los bancos en los primeros meses de 1984<sup>4</sup>.

Desde el punto de vista de los usos, el sobreencaje generalizado —reservas bancarias excesivas en la forma de caja de los bancos y depósitos en el Banco de la República—, el incremento de las inversiones voluntarias y del encaje, así como un aumento casi nulo de los préstamos y descuentos, y la disminución de la cuenta de deudores varios, ilustran un período caracterizado por la disponibilidad de recursos para crédito y la abstinencia de los bancos para ampliar sus principales activos rentables. Si bien es cierto que el primer trimestre de cada año se ha caracterizado por una renuencia estacional para otorgar nuevos créditos, lo ocurrido en 1984 es mucho más acentuado que en los años precedentes. Esta actitud ha sido notoria, particularmente en la banca privada y mixta, ya que la oficial y la Caja Agraria mostraron incrementos superiores en el trimestre (Cuadro IV-3). En conclusión, la banca dispuso de liquidez en los primeros

---

de intermediación que consideran como referencia el comportamiento de la cartera, las cuales parecen reconocer una mejoría en el margen de intermediación en el primer trimestre del año en curso (véase el Cuadro IV-2). La razón de este comportamiento estadístico es la relativa inmovilidad de la cartera bancaria, como ya se ha anotado.

<sup>3</sup> Los resultados bancarios del primer trimestre demuestran que el margen financiero de intermediación definido como la relación entre los ingresos netos financieros de los bancos y los egresos financieros, ha continuado la trayectoria declinante característica de la última década. Esta observación contrasta con otras alternativas de cálculo del margen

<sup>4</sup> Recientemente, la Junta Monetaria (Resolución 29 de 1984) decidió elevar en forma extraordinaria, y por un año, el rendimiento de las inversiones en los títulos del Fondo Financiero Agropecuario del 8% al 15% para apoyar a los bancos en el proceso de constitución de reservas especiales para la protección de cartera. Esta medida constituye un alivio financiero para enfrentar el deterioro que en los dos últimos años han sufrido los principales activos rentables de los bancos.

**CUADRO IV - 3**  
**SISTEMA FINANCIERO**  
**CARTERA TOTAL**  
**Primer trimestre del año**

(Millones de pesos)

				Crecimiento porcentual					
				Año completo			Año corrido		
	I	II	III	I	II	III	I	II	III
Bancos Comerciales Privados	131.071	146.057	173.496	33.0	11.4	18.8	-0.9	0.9	-2.3
Bancos Comerciales Oficiales	60.912	88.060	134.585	33.2	44.6	52.8	5.2	-2.8	2.5
Bancos Comerciales Mixtos	18.561	25.161	35.370	46.4	35.6	40.6	-9.2	6.3	0.4
Caja Agraria	45.484	64.344	83.888	35.1	41.5	30.4	7.6	5.7	2.2
Corporaciones Financieras	67.221	67.856	92.021		0.9	35.6			0.3
Corporaciones de Ahorro y Vivienda	132.082	172.757	254.608		30.8	47.4			7.3
Compañías de Financiamiento Comercial	36.627	39.163	46.292		6.9	18.2			-1.0
Total	491.958	603.398	820.260		22.7	36.0			2.2

I: 1982; II: 1983; III: 1984.

meses, financiada en buena parte por recursos onerosos que gravitarán sobre su estado de pérdidas y ganancias.

### III. La demanda de dinero y de activos líquidos rentables

Los agentes económicos demandan dinero por motivos diferentes. Las familias lo requieren para adquirir bienes de consumo y las empresas para pagar los servicios de los factores productivos y adquirir bienes de capital. En este sentido, el dinero estaría relacionado de una manera general con la producción financiando las transacciones vinculadas con la formación del producto nacional. Dentro de este contexto tan simplificado, una evolución positiva de la actividad económica acrecentaría la demanda monetaria para financiar el mayor volumen de transaccio-

nes. Pero también demandan dinero para comprar activos líquidos rentables ofrecidos por el sistema financiero, el gobierno y el Banco de la República. Existe, entonces, una demanda financiera de dinero. Considerando las actividades financieras y de producción, en su conjunto, las transacciones realizadas por los agentes económicos alimentan regularmente cada órbita de circulación del dinero. El crédito aparece como uno de los nexos más nítidos entre la órbita financiera y la de la producción: su papel es el de financiar los pagos previstos por el sector público y el sector privado en atención a los compromisos vigentes de la producción futura de bienes y servicios. Sin embargo, existe también una franja discrecional en el ámbito financiero que puede generar perturbaciones en el campo de la producción y aun en la misma esfe-



ra financiera. Es el caso de las operaciones monetarias del Banco de la República que pueden ensanchar o limitar el crédito a las empresas, o de las decisiones sobre inversiones forzosas y crédito dirigido, o de la política de encajes. Otros factores de índole exógena, como la alteración de los precios de intercambio en el comercio internacional, podrían desencadenar nuevas perturbaciones en las disponibilidades de dinero para el gasto en bienes o en activos financieros.

La demanda financiera de dinero está relacionada íntimamente con las características que distinguen los sustitutos cercanos del dinero: liquidez, rendimientos, plazos, tratamiento tributario, entre otras. En algunas presentaciones generales de los economistas, como en el caso del modelo IS-LM, con ajustes de portafolio, para únicamente dos activos, dinero y bonos, el punto nodal del cual pende la eficacia de las políticas monetaria y fiscal es la elasticidad-interés de la demanda por dinero. El centro de atención es el efecto de sustitución sobre la demanda de dinero producido por cambios en los precios y rendimientos de los sustitutos del dinero. En Colombia, los intermediarios financieros, el gobierno y el Banco de la República son los principales oferentes de activos financieros sustitutos cercanos del dinero; en la mayoría de los casos sus rendimientos y aun el volumen de su oferta es determinado por decisiones institucionales, de modo que una modificación en tales determinaciones puede alterar la demanda de dinero y originar recomposiciones en el cuadro general de los activos líquidos renta-

bles. Un ejemplo diciente de esta aseveración es el comportamiento de las captaciones del sistema UPAC en el último año y medio; la elevación significativa de la corrección monetaria en octubre de 1982 en medio de una crisis financiera que había espantado a los tenedores de CDT de los bancos privados, y de pagarés de las compañías de financiamiento comercial, originó un crecimiento notable de las captaciones de las CAV, particularmente a través de sus certificados anuales. Tal crecimiento pareció estancarse antes de mediados de 1983 con el agotamiento del proceso sustitutivo; posteriormente, el crecimiento inferior del índice de precios redujo sensiblemente el rendimiento relativo del sistema. El resultado no pudo ser otro que el descenso en cifras absolutas de los certificados anuales —20% en los últimos seis meses— el crecimiento vacilante de las cuentas de ahorro UPAC, y en general, la caída vertical de las captaciones medidas en unidades de valor constante. Simultáneamente los certificados de depósito a término vendidos por los bancos y corporaciones se han revitalizado, y los papeles del gobierno han alcanzado una participación sin precedentes cercanos (Cuadro IV-4). Las disposiciones gubernamentales recientes —Decreto 1131 de mayo/84 y resolución de la Junta Monetaria— así como la recomendación al gobierno nacional en el sentido de reducir sustancialmente los encajes de las CAV apuntan a recuperar la posición competitiva del sistema UPAC.

En el entretanto, como ya se comentó ampliamente en la entrega anterior de *Coyuntura Econó-*

**CUADRO IV - 4**  
**ACTIVOS LIQUIDOS RENTABLES**  
(Millones de pesos)

	Marzo 1982	Marzo 1983	Diciembre 1983	Marzo 1984
<b>Sistema Financiero</b>	437.029	541.245	665.374	740.029
Depósitos de ahorro	74.482	85.652	106.033	105.980
CDT (Bancos y financieras)	150.942	165.851	211.278	242.815
Ahorros y Depósitos Ordinarios (CAV)	105.029	155.549	179.979	213.892
Certificados (CAV)	40.470	53.620	64.565	61.877
Pagarés (CFC)	41.741	47.038	56.147	58.908
Cédulas Hipotecarias	12.502	13.942	15.982	20.534
Bonos Cafeteros	3.843	4.287	4.689	4.507
Certificados Cafeteros Valorables	7.532	15.213	20.581	24.643
Certificados Eléctricos Valorables			6.036	6.789
Títulos de Ahorro Cafetero	488	93	84	84
<b>Títulos del Banco de la República</b>	53.655	89.503	47.987	50.276
Participación	15.164	19.161	3.488	7.418
Canjeables	13.799	26.603	13.834	13.756
Certificados de cambio	18.315	30.615	20.292	20.034
Agroindustriales	6.377	13.124	10.373	9.068
<b>Títulos del Gobierno Nacional</b>	3.940	3.055	19.476	29.751
Bonos de Desarrollo Económico	3.940	3.055	2.473	2.119
Títulos de Ahorro Nacional	—	—	17.003	27.632
<b>Total</b>	<b>494.624</b>	<b>633.803</b>	<b>732.837</b>	<b>820.029</b>

*mica*, después del primer trimestre de 1983, la tasa de paridad de intereses se colocó por encima de la tasa interna reconocida sobre los CDT, llegando a una diferencia de siete puntos en diciembre, que se ha sostenido en los primeros cinco meses de 1984. En este comportamiento, el ritmo de devaluación ha jugado un papel de primer orden (Cuadro I-2). Además, la discrepancia de intereses ha venido abriéndose en medio de un ambiente conspirativo contra el valor de cambio de la moneda nacional. En estas condiciones las divisas se colocaron en el plano de los mejores sustitutos del dinero nacional. La contraposición del costo de

tener moneda extranjera con el costo de mantener dinero nacional debe afectar la demanda de saldos reales en moneda colombiana. De esta manera, la demanda financiera de dinero debe considerar no sólo los sustitutos cercanos en moneda nacional sino los activos líquidos rentables en moneda extranjera<sup>5</sup>.

<sup>5</sup> Algunos estudios realizados en el pasado que incluye a Colombia subrayan el hecho de que los aumentos en las expectativas de devaluación reducen sustancialmente la demanda de dinero. Véase, por ejemplo, Blejer, Mario I. "El mercado negro de divisas y la demanda de dinero nacional: aspectos técnicos y empíricos" en *Ensayos* (Cemla, México 1977).

Existen mecanismos diversos mediante los cuales puede trocarse el dinero nacional por moneda extranjera. Independiente de los instrumentos colocados por fuera del orden público económico entre los cuales se cuentan principalmente la subfacturación de exportaciones y de sobrefacturación de

importaciones, hay vías institucionales que permiten la protección de la riqueza financiera contra el proceso devaluatorio; los certificados de cambio, los títulos canjeables por dichos certificados, y los títulos para adquisición de licencias de cambio (Res. 46/77) son ilustrativos de aquellos caminos.