

Colombia

FEDESARROLLO,
Bogotá

COYUNTURA ECONOMICA ANDINA, No. 10, junio de 1989

FEDESARROLLO

BIBLIOTECA

coyuntura económica andina

COLOMBIA

Introducción y resumen	29
Actividad productiva y empleo	31
Sector externo	49
Finanzas públicas	58
Situación monetaria y financiera	62
Precios y salarios	74

Colombia

I. INTRODUCCION Y RESUMEN

Con una tasa de crecimiento del PIB de 3.7%, 1988 fue un año de decaimiento en la actividad productiva que contrastó con el dinamismo de los dos años inmediatamente anteriores, en los cuales se observaron tasas superiores al 5%. Más grave aún, a lo largo de 1988 se presentó una recesión en las actividades industriales y en las ventas del comercio, la cual no ha sido revertida en el primer semestre de 1989 pese a algunas señales positivas que se manifestaron a comienzos del año. Debido a ello, la tasa de crecimiento del PIB proyectada por FEDESARROLLO para 1989 se encuentra dentro de un rango excesivamente amplio, entre el 3.3% y el 4.0%, que pone de presente el grado de incertidumbre existente. En cualquier caso, el deterioro en el ritmo de actividad industrial se reflejará en una menor participación de la manufactura dentro de la producción nacional total.

Pese a la reanudación del sistema de cuotas en el marco del acuerdo internacional del café desde fines de 1987, los ingresos de

divisas por ventas externas del grano no mostraron cambios importantes entre 1987 y 1988, ya que los mayores precios fueron compensados casi exactamente por las menores cantidades exportadas. De manera similar, la ruptura del Pacto desde mediados de 1989 probablemente no tendrá repercusiones demasiado grandes a corto plazo sobre el valor de nuestras exportaciones. Los altos niveles de existencias con que cuenta el país permitirán contrarrestar parcialmente, con mayores cantidades exportadas, los menores precios que genera esa ruptura. En el mediano plazo, sin embargo, los bajos precios que conlleva la inexistencia del Pacto se constituirán en una fuente de reducción significativa de los ingresos de divisas, que obliga a mirar con cautela las proyecciones de la balanza de pagos del país. A esto se une la incertidumbre sobre el futuro de las exportaciones de hidrocarburos generada por el recrudecimiento de los ataques guerrilleros contra las instalaciones petroleras.

El crecimiento de las exportaciones menores y, en general, el proceso de diversi-

ficación de las exportaciones colombianas que se ha dado en los últimos años constituye, en las condiciones descritas, un activo de particular importancia. Es necesario en cualquier caso mantener un alto grado de cautela en el manejo de las importaciones, evitando incrementos en su valor real muy superiores al ritmo de crecimiento de la producción nacional. Aunque un proceso de apertura de la economía hacia el resto del mundo como el que ha venido anunciando el gobierno es ciertamente deseable, ese proceso debe ir liderado por mayores exportaciones y no por un relajamiento abrupto de los controles a las importaciones.

Con un déficit del sector público consolidado del orden de 2.5% del PIB en 1988 y con la proyección de un déficit similar para 1989, la situación de las finanzas gubernamentales se encuentra bajo control en términos agregados. Esto resulta particularmente satisfactorio cuando se toma en cuenta que la inversión del sector público creció en 1988 en términos reales y que se espera que vuelva a crecer en el presente año. Existen, sin embargo, varios problemas. Se destaca en particular la tendencia ascendente del déficit del gobierno central, vinculada con la inelasticidad de los ingresos tributarios y con un crecimiento excesivo de los gastos corrientes. Así mismo, la ineficiencia en el proceso de ejecución de la inversión pública a lo largo de 1988 y 1989, relacionada con la estrategia de endeudamiento externo del país, se ha constituido en una grave fuente de inestabilidad de la demanda agregada en la economía. Por otra parte, aún no se ha resuelto en forma satisfactoria el problema financiero de las entidades del sector eléctrico, fuertemente endeudadas en el exterior, las cuales se han visto afectadas por el proceso de devaluación real de los últimos años.

Los cambios en las preferencias del público por efectivo y una política monetaria contraccionista implicaron que 1988 se caracterizara como un año de restricción de liquidez para el sistema financiero, en el cual se presentaron altos niveles de las tasas de interés. Sólo en los últimos meses del año esas tasas fueron controladas. La persistente estrechez de liquidez, sin embargo, redujo la efectividad de los controles e hizo que cuando ellos se levantaron, en enero de 1989, las tasas volvieran a ascender. Aunque a lo largo de este año el comportamiento de las variables monetarias y financieras ha tendido a normalizarse, las tasas de interés se mantienen en niveles altos, que contribuyen a dificultar una recuperación de las actividades productivas.

La tasa de crecimiento de los precios al consumidor, que alcanzó un nivel superior al 30% en junio de 1988, generando lógica preocupación en las autoridades sobre un eventual desborde inflacionario, se ha reducido más rápidamente de lo esperado en el período posterior, llegando a ubicarse en 23.6% en junio de 1989. Así como la aceleración de la inflación había sido causada fundamentalmente por el comportamiento de los precios de los alimentos, su desaceleración reciente se ha producido porque esos precios empezaron a crecer más lentamente. Los menores ritmos de inflación observados en los últimos meses obedecen a fenómenos propios de las actividades agropecuarias y a la política sectorial, más que a la contracción monetaria y de la demanda agregada llevada a cabo desde 1988. Prueba de esto es que los precios de los productos industriales y de los servicios han crecido en 1989 a ritmos superiores a los de 1988. Es de esperar, en cualquier caso, que la inflación global al final del año se ubique en niveles similares a los actuales, muy por debajo de los de 1988.

II. ACTIVIDAD PRODUCTIVA Y EMPLEO

A. Desempeño del PIB en 1988

Después del primer lustro de los años ochenta, caracterizado por un lento ritmo de crecimiento económico, la economía colombiana manifestó en 1986 y 1987 un desempeño favorable con tasas de crecimiento del PIB superiores al 5% anual, similares a las tasas promedio a las que este país se hallaba acostumbrado en la década de los setenta. El proceso de recuperación de esos años, sin embargo, se debilitó considerablemente en 1988. De acuerdo con los estimativos oficiales más recientes, los cuales se presentan en los Cuadros 1 y 2, la tasa de crecimiento del PIB en el último año fue apenas de 3.7%, muy similar a la estimada por FEDESA-RROLLO en la última entrega de *Coyuntura Económica* (3.8%), pero considerablemente por debajo de la meta de 5.0% que se habían planteado las autoridades a comienzos de ese año.

Tal como se aprecia en el Cuadro 1, uno de los cambios más notorios en el comportamiento del PIB según tipos de gasto fue la drástica reducción en el ritmo de crecimiento de las exportaciones en 1988. Mientras el valor real de éstas había aumentado en 15% en 1986 y en 12% en 1987, en 1988 lo hizo en sólo 1%. Este deterioro en el dinamismo de las exportaciones respondió a la caída en las ventas externas de café y petróleo, y al menor ritmo de crecimiento de las ventas de carbón, ya que las exportaciones menores mantuvieron en 1988 un alto grado de dinamismo, similar al que habían mostrado en 1986 y 1987.

Al analizar el comportamiento del PIB según ramas de actividad (Cuadro 2) se observa también que las principales fuentes de desaceleración en el ritmo de crecimiento en 1988 fueron el café y la minería. La producción de café verde, en efecto, cayó en 9% en ese año, cuando en 1987 había crecido en algo más de 21%, lo cual obedeció a los ciclos típicos de la

Cuadro 1
COLOMBIA: PRODUCTO INTERNO BRUTO POR TIPOS DE GASTO
(Porcentajes)

	Tasas de crecimiento de los valores en pesos constantes de 1975					Participación en el PIB en 1987	Contribución al crecimiento	
	1970-80	1980-85	1986	1987	1988		en 1987	en 1988
Consumo Privado	5.5	4.1	3.2	4.0	3.6	69.2	2.8	2.5
Consumo del Gobierno	7.1	2.2	1.4	4.0	14.6	10.5	0.4	1.5
Formación de Capital Fijo	5.2	1.6	7.6	5.5	6.6	15.4	0.8	1.0
Variación de Existencias	4.4	-20.7	-29.6	3.6	16.1	2.1	0.1	0.3
Exportaciones	6.2	1.4	20.7	12.0	1.0	18.3	2.1	0.2
Importaciones	6.6	-1.5	4.1	5.0	12.0	-15.4	-0.8	-1.9
Total PIB	5.5	2.1	5.8	5.3	3.7	100.0	5.3	3.7

Fuente: DANE, datos provisionales para 1987 y preliminares para 1988.

caficultura y a problemas de orden climático que afectaron al sector, especialmente en el segundo semestre del año. La actividad de trilla de café, además, se redujo en un 12% en 1988 como consecuencia de las menores exportaciones físicas del grano que generó la reanudación del Pacto Cafetero a finales de 1987. Y la actividad minera, que en 1987 había mostrado una tasa de crecimiento de 26% real, sólo creció en 3.1% en 1988. Esto último se debió fundamentalmente a una caída en la extracción de petróleo, consecuencia de los atentados guerrilleros a los oleoductos, y a un crecimiento menor del esperado en la producción de carbón.

A grandes rasgos, por lo tanto, el análisis del desempeño del PIB según tipos de gasto y según ramas de actividad muestra

que la pérdida de dinamismo de la economía durante 1988 estuvo íntimamente vinculada con el comportamiento de sectores de exportación de productos primarios. Este hecho dio pie para que al finalizar 1988 las autoridades económicas, y en particular el Banco de la República¹, afirmaran que dicha pérdida de dinamismo podía ser entendida como un fenómeno exógeno, no explicable por la política económica. Este argumento, sin embargo, no es defendible con las cifras que se conocen hoy en día sobre el desempeño de la economía en 1988.

En primer lugar, los propios estimativos oficiales sobre 1988 muestran que aparte

1 Ver "Notas Editoriales", en la *Revista del Banco de la República*, diciembre, 1988.

Cuadro 2
CRECIMIENTO DEL PIB EN 1987 Y 1988
Tasas de crecimiento anual de los valores en pesos constantes de 1975

	1987	1988 Estimativo preliminar DANE
Agropecuaria, silv., caza y pesca	6.0	3.0
– café	21.1	-9.0
– agropecuario sin café	4.1	4.8
– silvicultura, caza y pesca	6.7	4.3
Minería y canteras	26.0	3.1
Industria manufacturera	5.0	2.3
– trilla de café	-4.3	-12.0
– resto de industria	6.6	4.5
Construcción	-4.2	1.1
Comercio	6.4	3.6
Otros	3.8	4.8
TOTAL VALOR AGREGADO	5.3	3.5
Derechos sobre importaciones	5.0	13.0
PIB	5.3	3.7

Fuente: DANE, estimativos preliminares.

de la pérdida de dinamismo de las exportaciones se produjo un fuerte crecimiento de las importaciones, de 12% real, que no sólo fue muy superior al ritmo de crecimiento de los años precedentes sino también al ritmo de crecimiento del PIB. La desviación del gasto hacia el resto de mundo que conllevó el consiguiente aumento en el coeficiente de importaciones cumplió un papel importante en la explicación de la pérdida de dinamismo del PIB en 1988.

En segundo término, los estimativos presentados en el Cuadro 2 muestran que la desaceleración en el ritmo de crecimiento no se manifestó exclusivamente en los sectores cafetero y minero. De hecho, los únicos sectores que mantuvieron en 1988 un grado de dinamismo superior al de 1987 fueron el agropecuario no cafetero y algunos sectores productores de servicios. La tasa de crecimiento del valor agregado por las actividades industriales diferentes de la trilla de café y por las actividades comerciales se redujo en forma sustancial entre 1987 y 1988, pasando en el primer caso de 6.6% a 4.5% y en el segundo de 6.4% a 3.6%. Además, la tasa de crecimiento de la construcción fue de apenas 1.1%, lo cual resulta particularmente destacable cuando se tiene en cuenta que ello obedeció exclusivamente a una caída en la construcción privada, ya que la construcción pública manifestó altas tasas de crecimiento.

En tercer lugar, como se verá en las secciones subsiguientes, las tasas de crecimiento de las actividades urbanas (industria, comercio y construcción) que se presentan en el Cuadro 2, reflejan lo sucedido con los niveles promedio de actividad en 1987 y 1988, pero minimizan el fuerte deterioro de esos niveles de actividad a lo largo del último año.

B. Recesión en las actividades industriales y de las ventas del comercio minorista

1. Evidencia estadística de la recesión

Los estimativos preliminares del PIB por sectores de actividad realizados por el DANE indican que la tasa de crecimiento del valor agregado por la industria manufacturera distinta de la trilla de café se redujo en algo más de dos puntos porcentuales entre 1987 y 1988. Los resultados de la Muestra Mensual Manufacturera que realiza el mismo DANE sugieren una desaceleración en el ritmo de crecimiento algo mayor, de 3.4 puntos porcentuales, que habría llevado la cifra de 7.1% en 1987 a sólo 3.7% en 1988.

En cualquier caso, las cifras anteriores comparan niveles promedio de producción en los distintos años y no permiten apreciar el fuerte deterioro que sufrieron esos niveles a lo largo de 1988. Los datos trimestrales que se presentan en el Cuadro 3 cumplen mejor este último propósito. Como se puede observar allí, la tasa anual de crecimiento de la producción industrial sin trilla de café fue relativamente alta en los dos primeros trimestres de 1988, cuando alcanzó ritmos de 7.1% y 6.4% respectivamente, muy similares a los del año anterior, pero se desaceleró abruptamente en el tercero y cuarto trimestres, hasta llegar a ritmos de 2.2% y -0.4% respectivamente. En el período enero-abril de 1989, además, la tasa anual de crecimiento de esa producción fue negativa en 2.0%, reflejando una abierta recesión en la actividad sectorial.

De manera similar, las tasas de crecimiento de las ventas del comercio minorista que se presentan en el Cuadro 3, construidas con base en la encuesta que realiza el DANE en ese sector, muestran

un fuerte deterioro a lo largo de 1988. Aunque según esa encuesta el nivel total de ventas en 1988 fue superior en 5.5% al de 1987, ello respondió a tasas anuales de crecimiento muy altas hacia comienzos del año, que se redujeron rápidamente en el período posterior. En el último trimestre de 1988 la tasa anual de crecimiento de las ventas diferentes de vehículos fue prácticamente nula y la de vehículos y repuestos se tornó negativa en 10.8%. En el período enero-abril de 1989, ambas tasas fueron fuertemente negativas, reflejando caídas en los niveles de ventas minoristas incluso superiores a los observados en el nivel de producción industrial.

Es claro en este punto que 1988 no fue simplemente un año en que se desaceleró el ritmo de crecimiento de la producción industrial y de las ventas del comercio. Fue más bien un año de quiebre, que hizo pasar la economía de un alto grado de dinamismo a una situación de recesión. Sólo el hecho de que los niveles de producción y de ventas aumentaran en forma particularmente rápida a lo largo de 1987 y hasta comienzos de 1988 evitó que las tasas anuales de crecimiento en el último

año fueran mucho más bajas a las observadas.

El Gráfico 1 contribuye a confirmar el punto anterior. En él se presenta la evolución mensual de los índices de la producción industrial (sin trilla de café) y de las ventas del comercio que elabora el DANE, suavizados y desestacionalizados por FEDESARROLLO. En la evolución de esos índices se pueden identificar claramente tres fases. La primera, de larga duración, es la que va de fines de 1985 hasta los primeros meses de 1988, caracterizada por una tendencia fuertemente ascendente. Esa fase es comúnmente reconocida en el país como de auge económico.

La segunda fase es la que corre entre el primer trimestre de 1988 y noviembre de ese año, durante la cual los índices (desestacionalizados) de producción y de ventas no sólo dejan de crecer sino que caen en forma severa. Como se vio anteriormente, las tasas de crecimiento anuales de la producción y de las ventas siguen siendo positivas durante la mayor parte de este período. El Gráfico permite ver claramente, sin embargo, que ello es

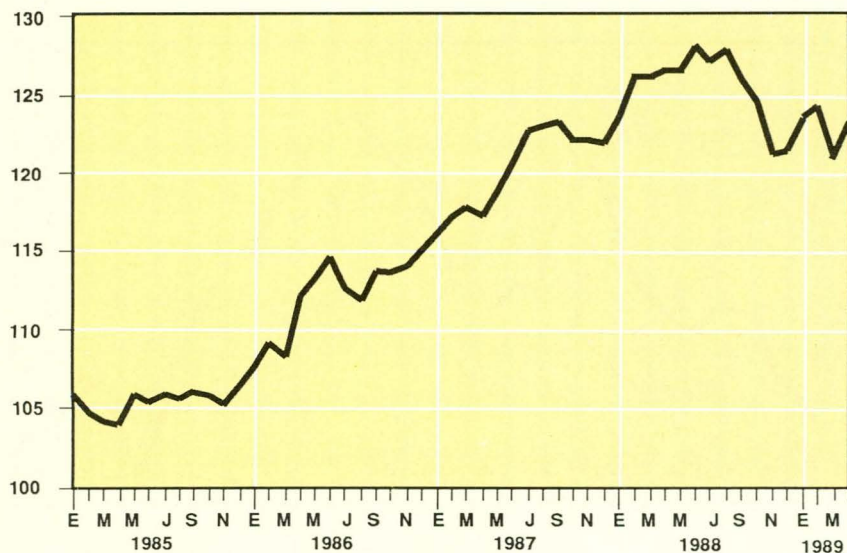
Cuadro 3
EVOLUCION DE LA PRODUCCION INDUSTRIAL
Y LAS VENTAS DEL COMERCIO
(Tasas de crecimiento respecto al mismo período del año anterior)

	1987	1988	1988				1989 Acumul. Enero- Abril
			Primer trim.	Segundo trim.	Tercer trim.	Cuarto trim.	
A. Producción industrial sin trilla de café	7.1	3.7	7.1	6.4	2.2	-0.4	-2.0
B. Ventas del comercio							
minorista total	8.0	5.5	13.1	6.2	6.0	-1.1	-6.2
- Excluyendo vehículos	5.5	4.6	10.9	5.0	3.6	0.3	-4.3
- Venta de vehículos	25.2	10.1	23.3	12.3	19.4	-10.8	-14.4

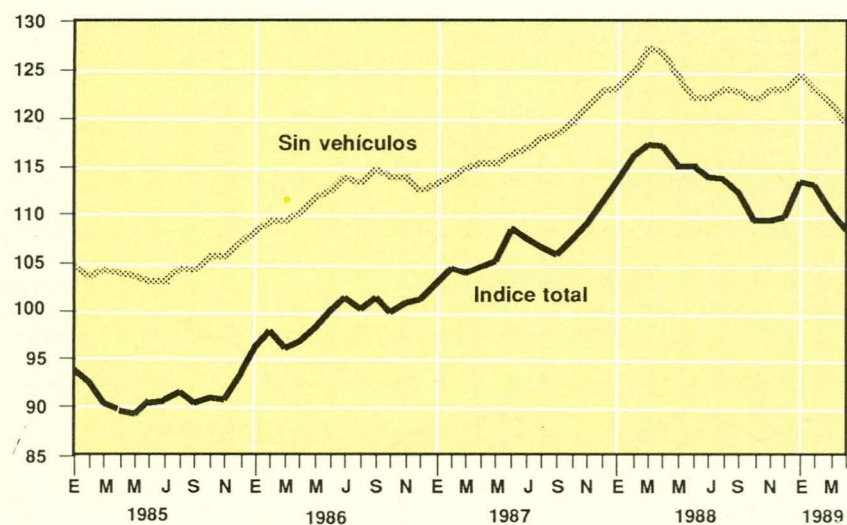
Fuente: DANE.

Gráfico 1
INDICES DE PRODUCCION INDUSTRIAL SIN TRILLA
DE CAFE Y DE VENTAS DEL COMERCIO
 (Series desestacionalizadas y suavizadas; índices base 1980=100)
 (Enero 1985 - Abril 1989)

A. Producción Industrial



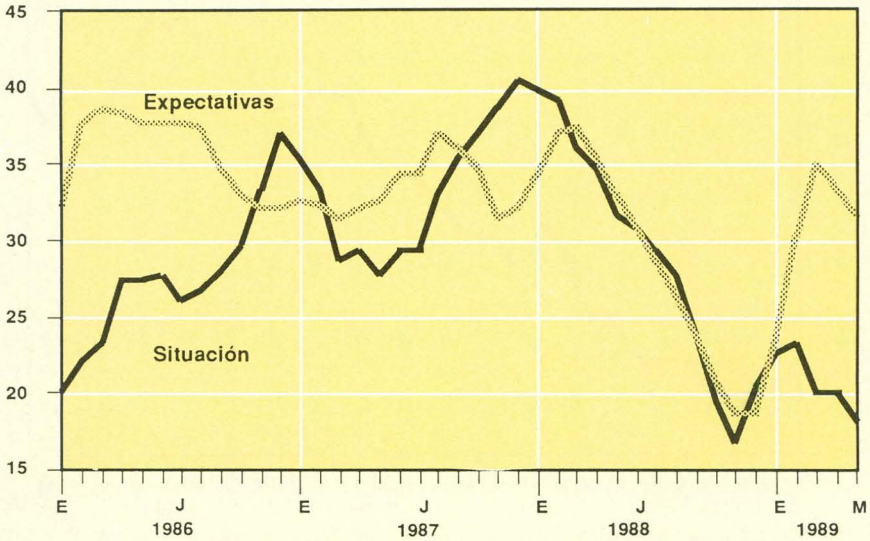
B. Ventas del Comercio



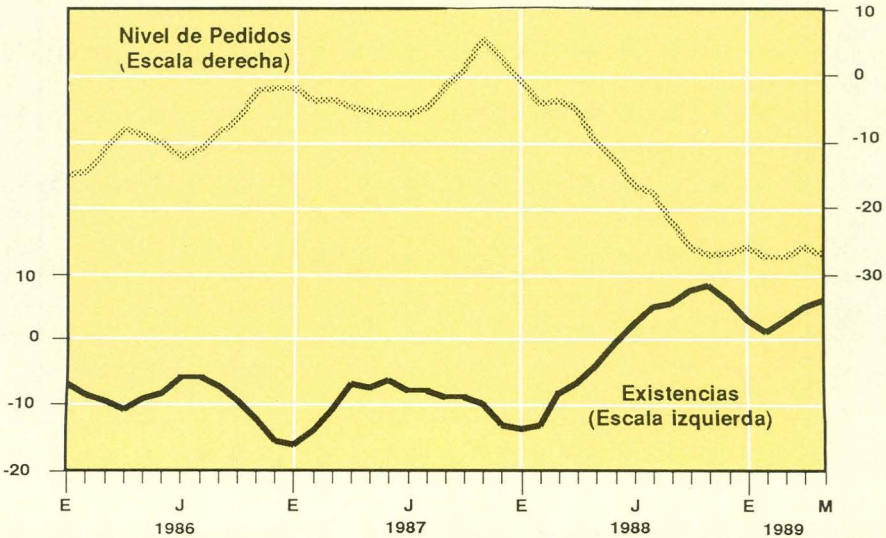
Fuente: DANE, Muestra Mensual Manufacturera, Encuesta del Comercio al por Menor y cálculos de FEDESARROLLO.

Gráfico 2
INDICADORES DE LA ACTIVIDAD INDUSTRIAL
SEGUN LA ENCUESTA DE OPINION EMPRESARIAL
(Balances entre porcentajes de respuestas buenas y malas)
(Enero 1986 - Mayo 1989)

A. Situación Económica y Expectativas



B. Nivel de Pedidos y Existencias



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial. FEDESARROLLO, Series Suavizadas.

así exclusivamente por cuanto esas tasas comparan los niveles de producción y de ventas con las de un año antes y no con los niveles pico alcanzados a comienzos de 1988.

La tercera fase se inicia en diciembre de 1988, cuando tanto los índices de producción industrial como los de ventas del comercio dejan de caer. En dicho mes y en los dos primeros meses de 1989 se observó una tendencia hacia la recuperación de los índices, pese a que las tasas anuales de crecimiento, que comparan los niveles de esos índices con los de los mismos meses del año anterior, se tornaron negativas. Desafortunadamente, sin embargo, esa tendencia hacia la recuperación no se mantuvo en las cifras de marzo y abril, razón por la cual persiste en el momento una gran incertidumbre sobre lo que pueda suceder en el resto del año.

Las tres fases mencionadas en la actividad industrial y comercial también se reflejan claramente en los indicadores de la Encuesta de Opinión Empresarial que se presentan en los Gráficos 2 y 3. Los balances entre los porcentajes de respuestas favorables y "desfavorables" sobre la situación económica de las empresas (parte A de los Gráficos mencionados) se habían mantenido en niveles altos y con tendencia ascendente durante 1987. A lo largo de 1988 presentaron una fuerte y persistente reducción que tocó fondo en el mes de noviembre. En diciembre, enero y febrero manifestaron una tendencia a la recuperación que sin embargo no se mantuvo entre marzo y mayo (última cifra disponible), cuando volvieron a deteriorarse.

Las expectativas sobre la situación económica que expresan los empresarios en las encuestas realizadas por FEDESA-

RROLLO tienen también, como se aprecia en los Gráficos 2 y 3, fases similares a las descritas anteriormente. Sin embargo, vale la pena destacar en el caso de la industria que, aunque el deterioro de las expectativas durante 1988 fue muy similar al de la situación corriente de las empresas, en 1989 esas expectativas manifestaron una recuperación mucho más acelerada.

2. Deterioro de la demanda, la utilización de capacidad y la inversión

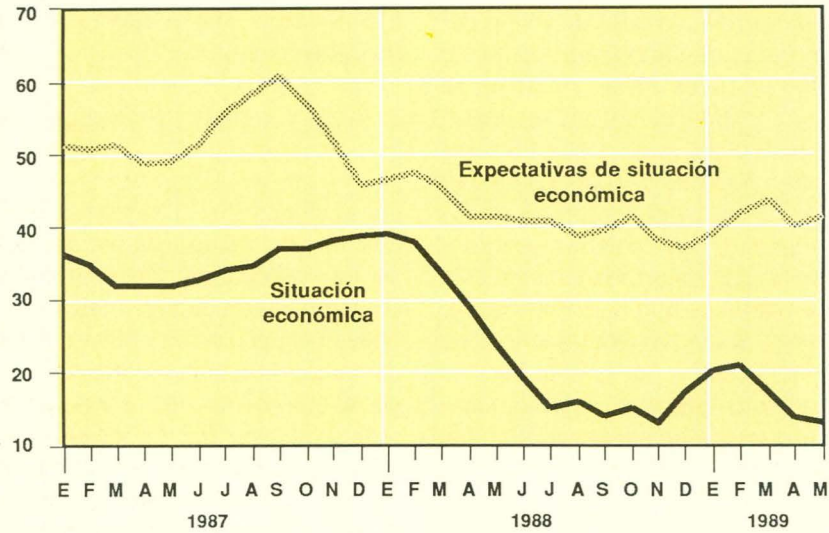
Los Gráficos 2 y 3 permiten ver claramente que la causa básica del deterioro en los indicadores de la industria y el comercio desde los primeros meses de 1988 fue un fuerte debilitamiento de la demanda. El balance entre los porcentajes de empresas industriales que consideran que el nivel de pedidos es alto y los de aquellas que lo consideran bajo muestra un deterioro continuo entre fines de 1987 y noviembre de 1988 y se mantiene en niveles fuertemente negativos, aunque sin seguirse deteriorando, a partir de ese mes (Gráfico 2, parte B).

Consistentemente con esto, los porcentajes de empresas que consideran que los niveles de existencias son excesivos aumentan a todo lo largo de 1988, se reducen ligeramente en los meses de diciembre, enero y febrero, y vuelven a incrementarse entre marzo y mayo de 1989. Entre los empresarios del comercio, además, el porcentaje que afirma tener problemas por baja demanda aumenta continuamente entre comienzos de 1988 y mayo de 1989, con sólo un corto período de ligera reversión de la tendencia en diciembre de 1988 y enero de 1989 (Gráfico 3, parte B).

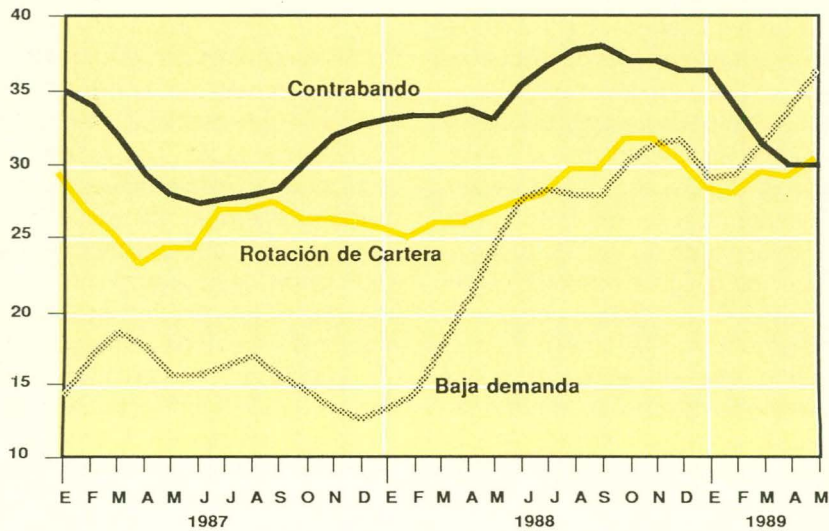
El comportamiento del índice de utilización de la capacidad instalada industrial

Gráfico 3
INDICADORES DE LA ENCUESTA EMPRESARIAL
SOBRE EL DESEMPEÑO DEL COMERCIO
(Series desestacionalizadas y suavizadas)
(Enero 1987 - Mayo 1989)

A Situación Económica y Expectativas
(Balances entre los porcentajes de respuestas favorables y desfavorables)



B. Principales problemas del comercio
(porcentajes de empresas que mencionan cada problema)



Fuente: Encuesta de Opinión FEDESARROLLO-FENALCO.

corroborar la hipótesis según la cual el decaimiento de la industria se produjo por un deterioro en la demanda. En efecto, dicho índice se redujo de 73.8% en febrero de 1988 a 71.6% en el mismo mes de 1989. Entre febrero y mayo del presente año manifestó un ligero repunte, hasta ubicarse en 72.8%. Esta última cifra, en cualquier caso, no sólo sigue siendo inferior a la de febrero de 1988 sino también a la de mayo de ese año (75%). El deterioro en las condiciones de demanda, además, ha generado un notable decaimiento en el clima económico para la inversión, según los empresarios industriales. Según la Encuesta de Opinión de FEDESARROLLO realizada en el mes de mayo del presente año, el porcentaje de empresarios que considera que el clima económico es favorable para la inversión es sólo 18%. En febrero de este mismo año ese porcentaje era de 27% y en febrero de 1988 de 78%.

3. Causas de la recesión

¿A qué respondió el deterioro en las condiciones de demanda que sugiere la evidencia presentada? La respuesta a este interrogante debe distinguir claramente entre lo sucedido a lo largo de 1988 y lo sucedido en el período más reciente.

a. El entorno macroeconómico de la industria en 1988

Tal como lo ha analizado *Coyuntura Económica* en varias de sus entregas anteriores, el deterioro en las condiciones de demanda durante 1988 obedeció a una serie de factores, algunos de ellos relacionados con el manejo de la política macroeconómica y otros de carácter exógeno a ésta. La fuerte aceleración en el ritmo de crecimiento de los precios de los alimentos que se produjo hasta mediados de 1988 generó una considerable reduc-

ción en los ingresos reales y en la capacidad de compra de una parte importante de la población urbana (ver sección VI). La contracción de la liquidez real de la economía contribuyó a deteriorar el estado de la demanda, a la vez que generó restricciones por el lado de la oferta. El alza en las tasas de interés nominales y reales, inducida por la escasez de liquidez en el sistema financiero, se convirtió en un factor adicional de contracción, al menos hasta el mes de agosto, cuando esas tasas de interés fueron controladas por medios administrativos (ver sección V). Por otra parte, el ingreso demasiado tardío del crédito externo "Concorde", otorgado por la banca comercial internacional, generó grandes retrasos en el proceso de inversión pública. Si bien la inversión pública creció fuertemente en términos reales cuando se compara el año completo de 1988 con 1987, ella estuvo muy concentrada en los últimos meses y se mantuvo reprimida durante la mayor parte del año (ver sección IV). No menos importante que lo anterior, la caída de 9% en la producción física de café, a la cual ya se hizo referencia, se unió con una tendencia descendente en los precios internos reales del grano entre 1987 y 1988 que lógicamente redujo la capacidad de compra de la gran masa de familias que derivan su sustento de la producción de café en el país. Finalmente, como ya se mencionó, el crecimiento de las importaciones reales del país, considerablemente por encima del crecimiento real del PIB, generó una desviación importante de recursos de demanda interno hacia el exterior. A esto se unió, además, un aumento considerable del contrabando, inducido por la devaluación del sucre ecuatoriano de comienzos del año y por la existencia de tasas de cambio duales en Venezuela (que hizo muy rentable exportar ilegalmente hacia Colombia, con la tasa de cambio libre, bienes importados a Vene-

zuela con tasas de cambio preferenciales).

b. El entorno macroeconómico de la industria en 1989

Algunos de los factores anteriores, explicativos del deterioro en la demanda durante 1988, dejaron de actuar en forma contraccionista o al menos redujeron la magnitud de sus efectos hacia finales del año, lo cual puede explicar el repunte en los indicadores de actividad que se presentó en diciembre y en los dos primeros meses de 1989. En efecto, la tasa anual de crecimiento de los precios de los alimentos, que había alcanzado un tope de 35.6% en junio de 1988, empezó a reducirse a partir de ese mes hasta el punto que en junio de 1989 fue de sólo 23.6%. Por su parte, aunque los agregados monetarios siguieron creciendo a ritmos inferiores al del ingreso nominal de la economía, las deficiencias de liquidez a nivel del sistema financiero tendieron a superarse desde fines de 1988. Las tasas de interés se mantuvieron controladas por decreto entre agosto de 1988 y enero de 1989. En el período más reciente han vuelto a aumentar en algunos puntos pero claramente se mantienen por debajo de lo que estaban un año atrás. La inversión pública que, como se mencionó, estuvo reprimida durante buena parte de 1988, se ejecutó en montos muy sustanciales hacia los últimos meses de ese año. Finalmente, el ritmo de crecimiento de las importaciones colombianas, que había sido muy alto en los tres primeros trimestres de 1988 (producto del mayor ritmo de crecimiento de los registros de importación aprobados a fines de 1987 y comienzos de 1988) se redujo en forma notoria en el último trimestre del año (ver sección III), con lo cual el efecto de desviación de la demanda interna hacia el exterior debió mitigarse fuertemente.

En las condiciones descritas es fácil entender el repunte en los indicadores de la actividad industrial y comercial que se dio en diciembre de 1988 y en los dos primeros meses de 1989. El gran interrogante que queda, sin embargo, se refiere a las razones por las cuales aquella tendencia ascendente no se mantuvo en el período más reciente. Al respecto se pueden plantear cuatro factores que, con distintos grados de importancia, permiten entender el mantenimiento de bajos niveles de demanda en 1989.

En primer lugar se destaca una fuerte reducción en los ingresos reales de los productores cafeteros que resulta de la conjunción del mantenimiento de una tendencia descendente de los precios internos reales del café y una caída extraordinaria en los niveles de producción interna del grano. En efecto, en los primeros ocho meses del año cafetero corriente, esto es, entre octubre y mayo últimos, el precio interno real del café fue 2.7% inferior al del período correspondiente del año cafetero anterior, a la vez que la producción física del grano fue 17.5 inferior. El valor real de la cosecha cafetera, y presumiblemente la capacidad de demanda interna de los productores del grano, por lo tanto, se redujo en casi 20% entre los dos períodos considerados. Por supuesto, el impacto recesivo de este comportamiento sobre las actividades industriales y comerciales puede ser muy considerable. Infortunadamente, es poco lo que pueden hacer las autoridades económicas para contrarrestarlo en forma directa. La caída en la producción de café responde a condiciones coyunturales de tipo climático y a los ciclos típicos de la producción del sector y no a una tendencia de largo plazo, la cual es, por el contrario, hacia un sobredimensionamiento de la producción colombiana del grano frente a las condiciones del mercado internacional. Aun-

que el proceso de reducción en los precios internos reales del grano sí responde a una decisión gubernamental, esa decisión no debe ser alterada por la situación coyuntural. Ello conllevaría el riesgo de generar señales de aumento de la producción de café en el largo plazo, lo cual no parece aconsejable ante las condiciones del mercado externo. Además, y no menos importante, un aumento en el precio interno real sería imposible de sostener en términos financieros en el mediano plazo, máxime cuando la perspectiva del mercado externo, ante la ruptura del Pacto Internacional, es la de una fuerte caída en los precios de venta del grano al resto del mundo.

Un segundo elemento explicativo de los bajos niveles de demanda interna durante 1989 es el comportamiento de la inversión pública. Tal como sucedió en 1988, las demoras en la contratación y desembolso del crédito externo en 1989, y en particular de un crédito sindicado con la banca comercial por US\$1650 millones, han impedido ejecutar en lo corrido de este año los montos de inversión pública que estaban previstos. Los gastos de inversión del gobierno central acumulados entre enero y abril muestran una contracción de más de 16% en términos reales frente a los de igual período de 1988, pese a que en ese período dichos gastos ya eran particularmente bajos. Adicionalmente, a juzgar por las cifras disponibles, la inversión del sector público descentralizado también disminuyó en términos reales en el primer trimestre de 1989, frente a la del primer trimestre del año anterior. En lugar de contrarrestar la reducción de la demanda originada en los problemas del sector cafetero, el comportamiento de la inversión del sector público ha tendido a reforzarla.

Por otra parte, debe anotarse que en el pobre comportamiento de la demanda

agregada interna durante 1989 están influyendo los altos niveles de las tasas reales de interés. Si bien éstos son inferiores a los existentes en el período de 1988 anterior a la imposición de controles administrativos, son claramente superiores a los vigentes durante el período de control, el cual desafortunadamente fue levantado en enero del presente año.

Finalmente, al menos para algunas ramas de la industria y el comercio, el mantenimiento de bajos niveles de demanda en 1989 puede estar vinculado con la situación que vive el sector de la construcción privada, dada la estrecha relación existente entre ésta y aquellas actividades.

C. Comportamiento de la construcción privada

1. Indicadores del desempeño del sector

Después de dos años de actividad particularmente dinámica, el sector de la construcción privada entró en 1988 en una situación de abierta recesión. El área para construcción de vivienda según licencias aprobadas se redujo en 15% en ese año con respecto a 1987 y el valor real de los préstamos nuevos entregados por las Corporaciones de Ahorro y Vivienda lo hizo en 3.6% (véase Cuadro 4). En 1989 algunos indicadores sobre actividad del sector han mostrado una relativa recuperación y en particular se han mejorado las expectativas de los constructores. Persisten, sin embargo, graves problemas y el nivel de actividad se encuentra todavía fuertemente reprimido.

En efecto, como se aprecia en el Cuadro 4, el área aprobada para construcción de vivienda en el período enero-abril del presente año fue un 12.4% inferior al del período correspondiente de 1988 y un

17.8% inferior al de 1987. El valor real de los préstamos nuevos entregados por las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV) en los primeros cinco meses de 1989, además, fue un 6.1% inferior al del mismo período de 1988 y un 13.6 % inferior al de 1987.

Los indicios de recuperación reciente de las expectativas de los constructores se pueden apreciar también en el Cuadro 4

por cuanto, pese a la caída en el valor real de los préstamos nuevos entregados por las CAV, el valor real de los préstamos solicitados y aprobados sí ha manifestado un notable repunte. En términos reales, los préstamos solicitados en los primeros cinco meses de 1989 fueron 61% superiores a los del mismo período de 1988 y los préstamos aprobados fueron superiores en 110%, con lo cual se pudo contrarrestar la drástica contracción que en unos

Cuadro 4
INDICADORES DEL SECTOR DE LA CONSTRUCCION
Cifras acumuladas

	Enero-Diciembre			Enero-Mayo ^a			Variación	
	1987	1988	Variac.	1987	1988	1989	88/87	89/88
I. Licencias aprobadas de construcción de vivienda en miles de metros cuadrados*								
A. Bogotá	3352	2741	-18.2	1160	1017	900	-12.3	-11.5
B. Resto del país	3741	3291	-12.0	1048	1054	915	0.6	-13.2
C. Total Nacional	7093	6032	-15.0	2209	2071	1815	-6.2	-12.4
II. Valor nominal del flujo de préstamos nuevos en millones de pesos corrientes de las CAVs (Acumulado)								
A. Préstamos solicitados	217945	220570	1.2	87923	80825	170956	-8.1	111.5
B. Préstamos aprobados	164883	125409	-23.9	62520	46821	129648	-25.1	176.9
C. Préstamos entregados	115131	148999	29.4	50685	63738	78772	25.8	23.6
III. Índice costos de la construcción (Base Dic. de 1980=100)	386.61	518.82	34.2	355.07	485.51	638.93 ^b	36.7	31.6
IV. Valor real del flujo de préstamos nuevos en millones de pesos de 1980								
A. Préstamos solicitados	56373	42514	-24.6	24762	16648	26757	-32.8	60.7
B. Préstamos aprobados	42648	24172	-43.3	17608	9644	20291	-45.2	110.4
C. Préstamos entregados	29780	28719	-3.6	14275	13128	12329	-8.0	-6.1

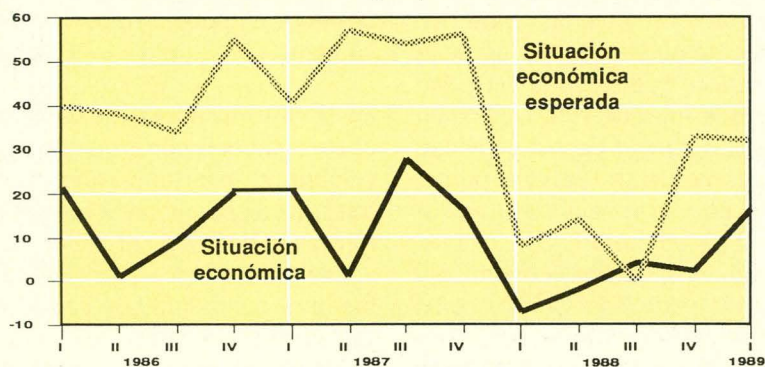
^a Las cifras de licencias aprobadas corresponden a períodos enero-abril.

^b Estimado con base en la tasa de crecimiento enero-marzo.

Fuentes: DANE, ICAVI e Instituto Colombiano de Productores de Cemento (ICPC).

Gráfico 4
INDICADORES DEL SECTOR DE CONSTRUCCION DE VIVIENDA
SEGUN LA ENCUESTA DE OPINION EMPRESARIAL

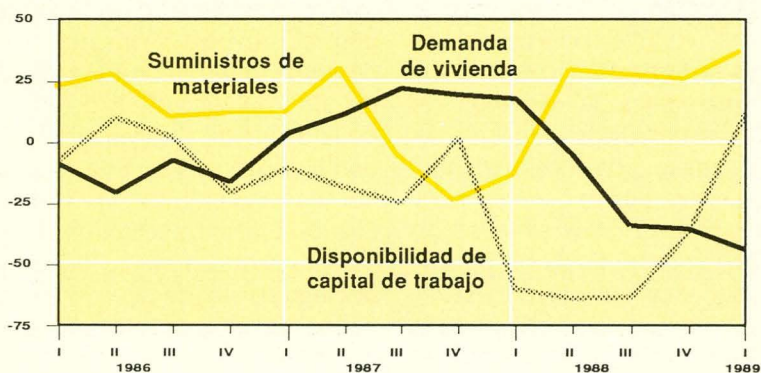
A. Situación económica y expectativas (Balances a/)



B. Porcentaje de empresas que iniciaron proyectos de construcción durante el trimestre



C. Principales factores que han afectado el sector de la construcción (Balances a/)



a/ Diferencia entre el porcentaje de respuestas favorables y desfavorables.

Fuente: FEDESARROLLO, Encuesta de Opinión Empresarial.

y otros se había presentado en el último año.

El Gráfico 4, basado en la Encuesta de Opinión Empresarial que FEDESARROLLO realiza trimestralmente entre los constructores, también permite apreciar el fuerte deterioro que sufrió la actividad del sector desde fines de 1987, así como la recuperación parcial de esa actividad en el último trimestre de 1988 y el primero de 1989. Esto se refleja tanto en las respuestas de los empresarios de la construcción sobre su situación económica y sus expectativas (parte A del Gráfico) como en los porcentajes de empresas que iniciaron nuevos proyectos de construcción durante cada trimestre (parte B).

2. Causas de la recesión de la construcción

En el Gráfico 4C se resume la opinión de los empresarios sobre los determinantes del desempeño de la construcción de vivienda en el período reciente, opinión con la cual es fácil identificar tres fases distintas en cuanto a las causas de la situación de recesión del sector. Las cifras utilizadas para la elaboración del Gráfico mencionado corresponden a los balances entre los porcentajes de constructores que consideran favorable y el de aquellos que consideran desfavorable el efecto sobre el sector de tres factores principales: el suministro de materiales, la demanda de vivienda y la disponibilidad de capital de trabajo. Para cada uno de ellos, si el indicador se encuentra por encima de cero implica que la proporción de empresarios que considera ese factor favorable para el desempeño del sector es mayor a la de aquellos que lo consideran desfavorable.

Como se puede apreciar, en la primera fase de deterioro del sector de la construcción de vivienda, que corresponde al

último trimestre de 1987, el suministro de materiales era el factor que estaba actuando en forma negativa. Este factor siguió actuando negativamente en el primer trimestre de 1988 pero en el período posterior empezó a hacerlo en forma favorable.

En la fase de mayor caída en los indicadores sobre la construcción de vivienda y sobre las expectativas de los constructores, correspondiente a los tres primeros trimestres de 1988, el factor que estuvo actuando en forma fuertemente adversa fue la disponibilidad de capital de trabajo. Esta fase coincidió, en efecto, con una fuerte restricción en la capacidad crediticia de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (ver sección V).

La disponibilidad de capital de trabajo dejó de ser el principal factor adverso al desempeño de la construcción desde el cuarto trimestre de 1988 y en el primer trimestre de 1989 empezó a actuar como un factor favorable. Esto, sin embargo, no ha permitido por sí solo un buen desempeño de la construcción en el período reciente. Las condiciones de demanda por vivienda, que habían actuado positivamente en 1987 y comienzos de 1988, se deterioraron en el período posterior y han sido, desde el cuarto trimestre del último año, el principal factor negativo para el desempeño de la construcción, de acuerdo con el Gráfico 4C. El deterioro general de la demanda agregada en la economía permite explicar la caída en la demanda por construcción de vivienda, máxime cuando éste es un sector que responde de manera particularmente fuerte a los ciclos del ingreso real de la economía². Adicionalmente, el aumento excesivo en los

2 Ver J. A. Ocampo, J. L. Londoño y L. Villar, "Ahorro e Inversión en Colombia", en Coyuntura Económica, Vol. XV, No. 2, junio, 1985, págs. 93-141.

precios de la vivienda que se produjo durante los últimos años, y que no ha sido revertido, puede haber contribuido al deterioro de la demanda.

Por otra parte, en el mantenimiento de un pobre desempeño de la construcción de vivienda en 1989, debe tenerse en cuenta el problema de la financiación de vivienda popular por parte de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda, el cual ha surgido como consecuencia de la Ley de Reforma Urbana aprobada por el Congreso a fines de 1988 y de la reglamentación de esa ley que ha hecho el ejecutivo.

3. Financiación de la vivienda de interés social

La Ley de Reforma Urbana prohibió el otorgamiento de créditos denominados en Unidades de Poder Adquisitivo Constante (UPAC) para los usuarios de Vivienda de Interés Social (VIS) y estableció que las tasas de interés sobre los préstamos para este tipo de vivienda no deberían superar el porcentaje de aumento anual del salario mínimo y que las cuotas de amortización no deberían crecer en más de un 50% de dicho porcentaje de aumento salarial. Las dificultades que estas restricciones implicaban para las CAV, que obtienen sus recursos en UPAC, hicieron que el gobierno optara inicialmente por levantar la obligación que hasta 1988 tenían dichas entidades de destinar parte de sus préstamos para construcción de vivienda popular. Como consecuencia, la Vivienda de Interés Social se quedó sin financiación de las corporaciones durante los primeros meses de 1989. Sólo en abril, un decreto presidencial y una resolución de la Junta Monetaria reglamentaron la ley y volvieron a imponer como obligación de las CAV prestar parte de sus recursos para VIS. Aun así, sin embargo, la situación actual es claramente desven-

tajosa para la vivienda popular, si se la compara con la que existía en 1988.

En primer lugar, en contra del espíritu de la ley, las condiciones de los créditos para vivienda popular no son más ventajosas ahora de lo que eran hace un año, cuando la tasa de interés correspondiente era igual a la corrección monetaria (24%) más cinco puntos. Ello representaba una tasa efectiva de interés de 30.2%. Con la nueva reglamentación, la tasa de interés mensual para la VIS es igual a un doceavo del porcentaje de aumento del salario mínimo en el último año (27%); esto es, a 2.25%. En términos efectivos, ésta equivale a una tasa de interés anual de 30.6%, algo superior a la pagada en créditos de vivienda popular el año pasado.

En segundo término, mientras en 1988 las CAV tenían que destinar como mínimo un 30% de su cartera para vivienda de menos de 1500 UPAC (aproximadamente \$3 millones), con la nueva reglamentación la Vivienda de Interés Social (esto es, aproximadamente la de menos de \$4.4 millones) deberá recibir apenas un 15% de la cartera nueva de las corporaciones.

Adicionalmente, debe mencionarse qué pese a las mayores tasas de interés que pueden cobrar en sus créditos para VIS, las Corporaciones de Ahorro y Vivienda se han mostrado reacias a destinar para ese tipo de créditos incluso las menores proporciones de sus recursos que ahora se las exigen. La razón, de tipo técnico financiero, se relaciona con la prohibición legal que existe en Colombia de cobrar intereses sobre intereses acumulados; esto es, de incurrir en el llamado anatocismo. En una economía inflacionaria, la única manera de mantener cuotas totales relativamente bajas sobre los créditos para vivienda consiste en la acumulación del pago de parte de los intereses nominales en las primeras fases de amor-

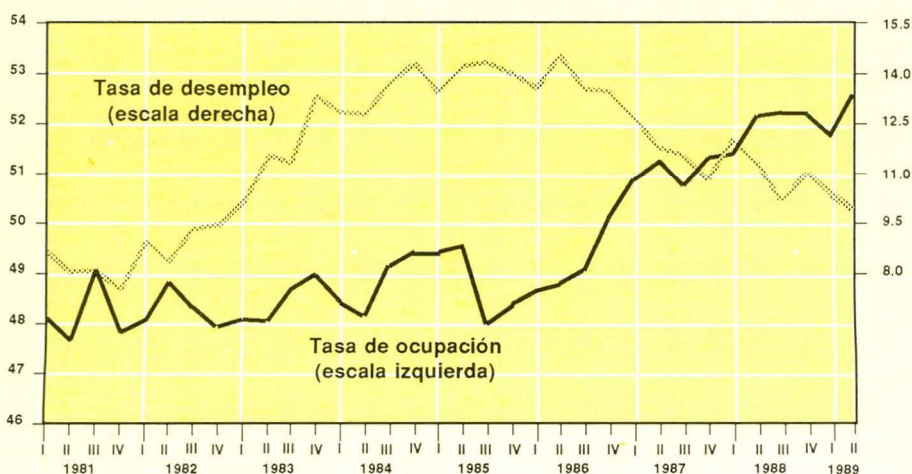
tización de los créditos. Si no se pueden cobrar intereses sobre los intereses así acumulados, sin embargo, la operación de crédito difícilmente puede resultar rentable para el prestamista. La prohibición del anatocismo, por esto, se constituye en una grave restricción legal para la realización de esos créditos. El sistema UPAC, al separar la parte inflacionaria de los intereses y tratarla como "corrección monetaria" solucionaba eficientemente esa restricción. En las condiciones posteriores a la Ley de Reforma Urbana, sin embargo, el levantamiento de la prohibición del anatocismo se constituye en una urgente prioridad. Adicionalmente, es necesario que el gobierno entre a reglamentar el otorgamiento de créditos para VIS mediante mecanismos que reconozcan un subsidio en esos créditos, dentro del espíritu de la Ley de Reforma Urbana. Como lo ha planteado *Coyuntura Económica* en ocasiones anteriores, ese subsidio podría otorgarse mediante la creación de un fondo de

redescuentos para los créditos que las CAV otorguen para dicho tipo de vivienda.

D. Comportamiento reciente del empleo y el desempleo

El deterioro en el ritmo de actividad económica urbana que de acuerdo con las secciones precedentes se viene manifestando desde 1988, se refleja en un menor ritmo de creación de empleos a partir del segundo semestre de ese año. Esto se puede apreciar claramente en la serie desestacionalizada de la tasa de ocupación en las cuatro principales ciudades del país (definida por la relación entre el número de ocupados y la población en edad de trabajar), la cual se presenta en el Gráfico 5. Después de haber mostrado una tendencia fuertemente ascendente entre fines de 1985 y junio de 1988, se estancó totalmente entre este último mes y diciembre del mismo año y mostró una reducción en marzo de 1989. En junio de

Gráfico 5
TASAS DE OCUPACION Y DESEMPLEO DESESTACIONALIZADAS
Cuatro principales ciudades. 1981.1-1989.2



Fuente: DANE y cálculos de FEDESARROLLO.

este año se recuperó nuevamente, ubicándose en un nivel superior a los de 1988. No es claro, sin embargo, que haya retomado la tendencia de rápido ascenso que traía hasta mediados del año pasado.

El comportamiento de la tasa de desempleo también refleja parcialmente el deterioro en el ritmo de actividad. Después de haberse reducido rápidamente en 1986 y 1987, esta tasa empezó a manifestar fluctuaciones, sin una tendencia clara a la reducción, desde la primera encuesta de hogares realizada en 1988, correspondiente al mes de marzo. Las tasas de desempleo observadas en marzo y junio de 1989, de 10.9% y 10.1%, respectivamente, han sido vistas por algunos analistas y voceros del gobierno como un logro importante, por cuanto representaron una caída sus-

tancial frente a las de 12.6% y 11.7% observadas en los mismos meses de 1988. Esta señal favorable, sin embargo, no puede ser sustentada con un análisis más cuidadoso de las cifras. En primer lugar, porque las tasas de desempleo de marzo y junio de 1988 fueron particularmente altas dentro de la tendencia que se traía en el período anterior, tal como se aprecia en el Gráfico 5. Y en segundo término, porque la reducción en esas tasas entre 1988 y 1989 se logró en buena medida por una reducción en las tasas de participación laboral, las cuales pasaron de 58.2% y 59.0%, en marzo y junio de 1988, a 57.5% y 58.4%, respectivamente, en los mismos meses de 1989..

El Cuadro 5 permite analizar las variaciones anuales en el número de desemplea-

Cuadro 5
COLOMBIA:
ORIGEN DE LAS VARIACIONES ANUALES EN EL NUMERO DE DESEMPLEADOS
EN LAS CUATRO PRINCIPALES CIUDADES
(Miles de personas)

	Prom. ^b 1985-81 (Prom. anual)	Prom. ^b 1986-85	Prom. ^b 1987-86	Prom. ^b 1988-87	Marzo 1989-88	Junio 1989-88
A. Aumento de la oferta laboral (PEA)^a	132.4	103.6	118.7	103.5	11.1	16.1
1. Por aumento en población en edad de trabajar	68.7	89.7	67.2	60.4	58.4	54.8
2. Por aumento en tasa de participación laboral	57.3	13.5	50.5	42.4	-46.5	-38.2
3. Por efecto combinado de crecimiento poblacional y tasa de participación	6.4	0.4	1.0	0.7	-0.8	-0.6
B. Aumento de demanda laboral (Empleo)	72.7	97.2	174.4	112.3	73.3	71.6
C. Aumento (+) o Reducción (-) en el número de desempleados (C= A-B)	59.7	6.4	-55.7	-8.8	-62.2	-55.5

^a El aumento en la oferta laboral (Δ PEA) se descompone siguiendo la ecuación:

$$\Delta \text{PEA} = (\Delta \text{PET})(\text{TGP}_0) + (\text{PET}_0)(\Delta \text{TGP}) + (\Delta \text{PET})(\Delta \text{TGP})$$

donde PET es la población en edad de trabajar y TGP es la tasa de participación.

^b Promedios de las cuatro Encuestas de Hogares realizadas anualmente por el DANE.

Fuente: DANE y cálculos de FEDESARROLLO.

dos en las cuatro principales ciudades del país en distintos períodos de la presente década. En el período 1981-1985, caracterizado por un lento crecimiento económico, el número de desempleados aumentó en promedio en cerca de 60.000 personas anuales, ya que el incremento del empleo fue de sólo 73.000 personas anuales, mientras el de la PEA superó las 132.000. Pese a que el crecimiento de la PEA se mantuvo por encima de las 100.000 personas anuales entre 1985 y 1988, el número de desempleados dejó de aumentar gracias a un crecimiento aún mayor en el empleo. Entre marzo de 1988 y marzo de 1989, el número de desempleados se redujo en una cifra récord de 62.200 personas. En contraste con lo sucedido en los años precedentes, sin embargo, ello sólo fue posible porque el ritmo de crecimiento de la PEA bajó de más de 100.000 personas anuales a sólo 11.100 en ese año, debido a la caída en la tasa de participación. El número de empleados, de hecho, sólo aumentó en 73.000 personas; esto es, en una cifra apenas comparable con la del período 1981-1985, de bajo crecimiento económico. Algo muy similar, además, es lo que se observa al comparar las cifras de junio de 1988 y 1989. La reducción en el número de desempleados en 55.500 personas, se obtuvo por un muy lento crecimiento en la oferta laboral. Pero la demanda de trabajo (el empleo) creció a un ritmo aún más lento que en el período 1981-1985.

E. Perspectivas de la actividad productiva para 1989

El cambio favorable en algunas condiciones macroeconómicas que se presentó en los últimos meses de 1988 y el repunte de algunos indicadores de la industria y la construcción observado entre diciembre de ese año y febrero de 1989 permitieron plantear en la entrega de marzo de

Coyuntura Económica una posición optimista sobre lo que sería el desempeño del PIB en 1989. Según lo que allí se postulaba, sería posible alcanzar la meta de crecimiento de 4.6% que tenían las autoridades en el Programa Macroeconómico. Se advertía, sin embargo, la existencia de un alto grado de incertidumbre, el cual desafortunadamente se ha ido resolviendo en forma negativa con el avance del año.

El fuerte deterioro en la producción cafetera, el retraso en la contratación del crédito externo y consiguientemente en la ejecución de la inversión pública, el ascenso de las tasas de interés, la no resolución favorable de los problemas de financiamiento de la construcción de Vivienda de Interés Social, entre otros factores, han determinado un comportamiento más pobre de lo esperado de las actividades productivas en lo corrido de 1989 y obligan a revisar drásticamente hacia abajo las previsiones de crecimiento económico en el año completo. La meta de crecimiento del gobierno ya ha sido reducida a 4.0%. Incluso esta cifra, sin embargo, será difícil de lograr a no ser por un rápido cambio favorable en las condiciones macroeconómicas.

En el Cuadro 6 se presentan dos proyecciones alternativas de FEDESARROLLO sobre el crecimiento del PIB por sectores en 1989. Sólo en la alternativa "alta", bajo supuestos relativamente optimistas, el PIB crecerá a un ritmo similar al de la nueva meta de 4.0% planteada por el gobierno. Bajo supuestos menos optimistas, sin embargo, el crecimiento podría ubicarse más cerca de la alternativa baja, 3.3%, lo cual implicaría un deterioro adicional frente a la ya reducida tasa de crecimiento de 1988. Bajo cualquiera de las alternativas presentadas en el Cuadro 6, además, 1989 terminará siendo un año

Cuadro 6
PROYECCION DEL CRECIMIENTO DEL PIB EN 1989
Tasas de crecimiento anual de los valores en pesos constantes de 1975

	Baja	Alta
Agropecuario, silv., caza y pesca	2.9	3.5
– café	–6.8	–3.6
– agropecuario sin café	4.0	4.3
– silvicultura, caza y pesca	4.0	4.1
Minería y canteras	10.0	10.0
Industria manufacturera	1.6	2.5
– trilla de café	6.0	6.0
– resto de industria	1.0	2.0
Construcción	2.0	3.0
Comercio	3.5	4.0
Otros	3.5	4.3
TOTAL VALOR AGREGADO	3.2	3.9
Derechos sobre importaciones	5.0	5.0
PIB	3.3	4.0

Fuente: FEDESARROLLO.

caracterizado por un muy bajo crecimiento de las actividades de la industria y de la construcción y por una pérdida de importancia relativa de esas actividades dentro de la producción nacional.

III. SECTOR EXTERNO

A. Desempeño de la balanza comercial en 1988 y perspectivas para 1989

Como se aprecia en los estimativos de la balanza de pagos presentados en el Cuadro 7, el balance comercial colombiano manifestó un deterioro sustancial, de algo más de US\$600 millones, entre 1987 y 1988, adicional al deterioro por un monto similar que ya se había presentado entre 1986 y 1987. Aun así, sin embargo, dicho balance siguió siendo superavitario en

US\$824 millones en 1988; esto es, en algo más de un 2% del PIB.

El deterioro en el balance comercial en 1988 puede ser atribuido a un crecimiento de 19% en el valor en dólares de las importaciones y a un estancamiento casi total en el de las exportaciones.

1. Importaciones

El proceso de liberación de las importaciones que se viene dando desde 1985 se manifestó en un incremento particularmente fuerte en el monto de licencias de importación aprobadas por el Instituto Colombiano de Comercio Exterior entre mediados de 1987 y comienzos de 1988 (Cuadro 8). Lógicamente, el resultado de esto fue un crecimiento de las importaciones efectivamente realizadas en 1988

Cuadro 7
BALANZA DE PAGOS, 1986-1989
(Millones de dólares)

	1986	1987	1988e	1989p	87/86	88/87	89/88
I. BALANZA COMERCIAL	2024	1461	824	1112			
A. Exportación de bienes	5433	5254	5339	6012	-3.3	1.6	12.6
1. Café	2742	1633	1621	1522	-40.5	-0.7	-6.1
2. Mineras	1328	2065	1862	2449	55.5	-0.8	31.5
a. Petróleo y derivados	619	1342	985	1396	116.7	-26.6	41.7
b. Carbón	201	263	304	450	31.0	15.7	47.8
c. Ferroníquel	48	76	161	203	58.8	111.5	26.5
d. Oro	460	385	413	400	-16.4	7.3	-3.1
3. Menores	1363	1556	1856	2042	14.2	19.3	10.0
B. Importación de bienes	3409	3794	4515	4900	11.3	19.0	8.5
1. Derivados del petróleo	130	101	148	182	-22.0	45.9	23.4
2. Otras	3279	3692	4368	4717	12.6	18.3	8.0
II. BALANZA DE SERVICIOS NO FINANCIEROS Y TRANSFERENCIAS	79	365	365	258	361.5	-0.1	-29.3
III. BALANZA DE SERVICIOS FINANCIEROS	-1538	-1698	-1542	-1947	10.4	-9.2	26.3
A. Ingresos	153	193	242	261	26.0	25.7	7.7
B. Egresos	1691	1891	1784	2208	11.8	-5.6	23.8
1. Intereses	1315	1347	1355	1666	2.5	0.6	23.0
2. Dividendos	377	543	430	542	44.2	-20.9	26.2
IV. BALANZA EN CUENTA CORRIENTE	565	128	-353	-577			
V. FINANCIAMIENTO	899	-150	697	652			
A. Inversión directa	562	287	186	256	-48.9	-35.1	37.3
B. Endeudamiento neto	337	-438	510	396			
1. Largo plazo	2070	-102	644	550			
a. Sector oficial	1881	-43	609	550			
- Desembolsos	2807	1202	2247	2500			
- Amortizaciones	927	1245	1638	1950			
b. Sector Privado	189	-59	35	0			
2. Corto plazo, contrapartidas y errores y omisiones	-1733	-336	-134	-154			
a. Corto Plazo Oficial	-1025	-130	83	46			
b. Resto	-707	-206	-217	-200			
VI. CAMBIO EN RESERVAS NETAS	1464	-22	344	75			
INDICADORES GENERALES							
I. Deuda Externa Total	14941	15641	16663	17213	4.7	6.5	3.3
II. Reservas Internacionales Netas	3478	3456	3800	3875	-0.6	10.0	2.0
III. Deuda Externa Neta	11463	12186	12864	13338	6.3	5.6	3.7
IV. PIB en millones de dólares	34942	36534	39383	42024	4.6	7.8	6.7
V. Deuda Neta/PIB (%)	32.8	33.4	32.7	31.7			
VI. Pago Intereses/Exportaciones (%)	24.2	25.6	25.4	27.7			

Fuentes: 1986-1988: Banco de la República (cifras estimadas para 1988) y cálculos de FEDESARROLLO.

1989: Proyección de FEDESARROLLO.

Cuadro 8
COMPORTAMIENTO TRIMESTRAL DE LAS IMPORTACIONES
DIFERENTES DE COMBUSTIBLES
1986-1989
(US\$ millones)

Trimestre					Variación		
	1986	1987	1988	1989	1987/86 %	1988/87 %	1989/88 %
A. Manifiestos de Aduana							
I	819.2	894.2	1104.4	1096.1	9.16	23.50	-0.75
II	933.2	1106.9	1255.9		18.62	13.45	
III	1043.3	1070.1	1322.7		2.57	23.60	
IV	913.4	1112.0	1132.8		21.75	1.87	
Total	3709.0	4183.3	4815.7		12.79	15.12	
B. Registros aprobados							
I	1076.5	1097.8	1420.5	1525.4	1.98	29.39	7.39
II	1337.5	1330.6	1396.4	1846.6 ^a	-0.51	4.94	32.24 ^a
III	1031.4	1256.8	1319.1		21.85	4.96	
IV	1216.7	1648.0	1558.6		35.45	-5.42	
Total	4662.1	5333.2	5694.6		14.40	6.78	

Fuente: DANE e INCOMEX.

^a Estimado con base en la tasa de crecimiento de los meses de abril y mayo.

(según balanza de pagos) que no sólo fue superior al de 1987 sino que estuvo considerablemente por encima del crecimiento de la producción nacional. El coeficiente de importaciones diferentes de combustibles sobre PIB pasó de 10.1% en 1987 a 11.1% en 1988, según se puede deducir de las cifras presentadas en el Cuadro 7.

Debe anotarse, sin embargo, que el crecimiento acelerado en las importaciones, a juzgar por las cifras de manifiestos de aduana (Cuadro 8), sólo se produjo hasta el tercer trimestre de 1988. El menor ritmo de aprobación de licencias por parte del INCOMEX desde el segundo trimestre de ese año permitió reducir el ritmo de crecimiento de las importaciones efectivamente realizadas a partir del último trimestre. Según las cifras de manifiestos de aduana, de hecho, el valor de las importaciones

diferentes de combustibles entre octubre y diciembre de 1988 sólo fue superior en 1.9% al del mismo período del año anterior. En el primer trimestre de 1989, además, el valor de esas importaciones fue ligeramente inferior al del primer trimestre de 1988. Resulta preocupante, sin embargo, el fuerte aumento que nuevamente se observa en la aprobación de licencias de importación en abril y mayo del presente año.

Para el año completo de 1989, la proyección del Cuadro 7 supone que el valor de las importaciones diferentes de combustibles crecerá alrededor de un 8%. Con la ampliación del cupo de divisas para importación que se produjo a partir del mes de abril, será difícil observar un crecimiento menor. Debe mencionarse, sin embargo, que en el contexto de desaceleración económica descrito en secciones

anteriores, un crecimiento de 8% en el valor en dólares de las importaciones implicará nuevamente aumentos en la relación entre éstas y el PIB, y consiguientemente una desviación de demanda agregada hacia el exterior. Esto, además, podrá ser particularmente grave para el sector industrial, cuya tasa real de crecimiento ha sido proyectada para 1989 entre 1.0% y 2.0%. Por supuesto, una tasa de crecimiento de las importaciones superior a la proyectada de 8%, no sólo podría convertirse en grave refuerzo a las tendencias recesivas de la industria sino que impediría observar la ligera mejoría en el balance comercial que, de acuerdo con el Cuadro 7, se espera para 1989.

2. Exportaciones

Tal como había sucedido en 1987, el valor en dólares de las exportaciones totales en 1988 se mantuvo virtualmente estancado, a pesar de un considerable dinamismo de las exportaciones menores (véase Cuadro 7). El valor de las ventas externas de café no mostró ninguna recuperación frente a la caída de 40% que había mostrado en 1987. Y a diferencia de lo sucedido en aquel año, cuando el valor de las exportaciones mineras aumentó en más de 55%, ese valor se redujo en forma no despreciable en 1988.

Para 1989 se espera un crecimiento del orden de 13% en el valor en dólares de las exportaciones totales, el cual provendrá de una recuperación en el valor de las ventas externas del sector minero y del mantenimiento de un dinamismo significativo, aunque reducido con respecto al de los años anteriores, de las exportaciones menores. El valor de las ventas externas de café, entre tanto, manifestará probablemente una reducción, la cual, sin embargo, no será tan grande como la caída en los precios internacionales del

grano que ha generado la ruptura del Pacto Internacional de cuotas.

a. Exportaciones de café y Pacto Mundial

Lo sucedido después de la reanudación del Pacto Internacional del Café, en octubre de 1987, refleja la forma como el aumento de precios inducido por él se contrarrestó en el caso colombiano por las menores cantidades que fue posible exportar bajo el sistema de cuotas. En efecto, el aumento de 14% que se observó en el precio indicativo internacional de los cafés colombianos³ coincidió con una caída, también de 14%, en las ventas físicas del grano, las cuales pasaron de 11.3 millones de sacos en 1987 a 9.8 millones en 1988. El valor de las exportaciones, por ello, se mantuvo prácticamente inalterado en un nivel ligeramente superior a los US\$1600 millones.

En el momento de entrar esta revista a imprenta, el sistema de cuotas en el Pacto Internacional del Café parece haber sido desmontado en forma definitiva. En las negociaciones para mantener ese sistema se presentaron dos grandes tipos de problemas. Por un lado, las ventas de café a países no miembros con precios muy inferiores a los que debían pagar los países consumidores miembros del Pacto, hacían que éstos últimos sintieran pocos incentivos para permanecer en él. Por otro lado, los altos diferenciales de precios entre las distintas calidades de café (que no pudieron ser solucionados por los tímidos criterios de selectividad en la asignación de las cuotas que se introdujeron en 1988) no sólo generaban proble-

3 Según cifras de Federacafé, construidas con el precio mínimo de reintegro para el café colombiano más nueve centavos, el precio de los cafés colombianos en el exterior pasó de US\$1.25 por libra en 1987 a US\$1.42 en 1988.

mas a los países consumidores, que se veían obligados a utilizar más cafés robustas y brasileños de lo que indicaba la demanda en sus mercados internos, sino también a los países productores de cafés suaves. No por casualidad, el grupo de productores de cafés "otros suaves" (México, países centroamericanos, Ecuador, Perú e India) fue el que se unió con los Estados Unidos en el proceso de negociación para exigir una redistribución inmediata de las cuotas como requisito indispensable para votar por una renovación del Pacto. La contradicción entre una posición intransigente de esa alianza y los intereses de países como Brasil, que se veían beneficiados con la distribución vigente de las cuotas, fue la que llevó finalmente a la ruptura del Pacto.

La principal consecuencia de lo sucedido será una reducción considerable de los precios en el primer año de operación del mercado libre. Esa reducción, de hecho, se inició desde comienzos del mes de junio, cuando la probabilidad de ruptura del Pacto se hizo patente. De acuerdo con un estudio reciente de Akiyama⁴, posteriormente habrá una recuperación de los precios, pero éstos se mantendrán por debajo de lo que habrían sido con Acuerdo, por lo menos hasta el año 2000.

A mediano y largo plazo, Colombia podrá ser gravemente afectada por los menores precios externos del café que genera la ruptura del Acuerdo Internacional. En el más corto plazo, la capacidad que tiene este país de incrementar sus exportaciones físicas, dados los altos niveles de inventarios de que dispone, le permitirán resistir la caída en los precios internacionales sin reducir en la misma proporción

sus ingresos de divisas por ventas del grano.

Para 1989, en particular, la ruptura del Pacto Cafetero ha hecho reducir la proyección del valor exportado del grano en algo más de US\$150 millones con respecto a la proyección que se tenía en la entrega anterior de *Coyuntura Económica*⁵. Sin embargo, esa proyección sólo es inferior en 6% a los valores exportados en 1987 y 1988. La cifra de US\$1590 millones proyectada en el Cuadro 7 para 1989 supone un aumento de 7% en las cantidades exportadas (que pasan de 9.8 millones de sacos en 1988 a 10.5 millones en 1989) y una caída en el precio promedio algo superior al 12% entre 1988 y 1989. Teniendo en cuenta que los precios se han ubicado en el primer semestre de 1989 considerablemente por encima de lo que estuvieron en el mismo período del año anterior, la caída mencionada en el precio promedio sería consistente con una reducción del orden de 33% en el precio del segundo semestre de 1989 con respecto al del primer semestre de este mismo año (de US\$1.50 por libra a US\$1.00, en términos del precio indicativo utilizado por Federacafé para los cafés colombianos).

b. Exportaciones de minerales

Los atentados guerrilleros a los oleoductos y la caída en el precio internacional del petróleo fueron las causas de la fuerte reducción en el valor de las exportaciones de hidrocarburos en 1988 (Cuadro 7). Los otros grandes productos de exportación del sector minero mantuvieron en ese año tasas positivas y altas de crecimiento, aunque en el caso del carbón

4 Akiyama y Varangis, "Impact of the International Coffee Agreement's Export Quota System on the World's Coffee Market", World Bank, WPS 148, febrero, 1989.

5 Ver *Coyuntura Económica*, Vol. XIX, No. 1, marzo, 1989; pp. 51-53. La proyección de exportaciones de café allí presentada era US\$1687 millones para 1989.

éstas fueron inferiores a las inicialmente programadas. En el caso del ferroníquel, el fuerte e inesperado incremento en el precio internacional permitió aumentar el valor de las exportaciones en US\$85 millones, a pesar de una reducción en el monto de las exportaciones físicas.

De acuerdo con información de manifestos de aduana, tanto el valor de las exportaciones de petróleo y fuel-oil como el de las de carbón y ferroníquel aumentaron a ritmos cercanos a 45% en dólares entre el primer trimestre de 1988 y el mismo período de 1989. En el primer caso, ello respondió tanto a mayores cantidades exportadas como al aumento en el nivel de los precios internacionales del crudo. En el período más reciente, el recrudescimiento de la violencia guerrillera contra el sector de los hidrocarburos, y en particular el atentado al terminal de embarque de crudo de Coveñas, han obligado a revisar hacia abajo las proyecciones

de exportación física para el año completo. Por otro lado, sin embargo, los precios internacionales del crudo parecen haberse estabilizado en niveles relativamente altos y podrían alcanzar un promedio de US\$17.00 por barril durante 1989, frente a US\$13.80 en 1988. Bajo el supuesto de que la intensidad de los atentados durante el segundo semestre del año no es tan alta como la de los últimos meses, esto permite mantener una proyección del valor exportado de hidrocarburos cercana a US\$1400 millones (inferior en menos de US\$100 millones a la que se tenía en la entrega anterior de *Coyuntura Económica*).

c. Exportaciones menores

Como ya se mencionó, el incremento de casi 20% en el valor en dólares de las exportaciones menores entre 1987 y 1988 que se aprecia en las cifras de la balanza de pagos (Cuadro 7), refleja el manteni-

Cuadro 9
PROMEDIO TASAS DE CAMBIO REALES
(Base 1980 = 100)

	EE.UU.	Ponderadas por importaciones			Ponderadas por exportaciones menores		
		Países desarrollados sin EEUU	América Latina	Total	Países desarrollados sin EEUU	América Latina	Total
1983	105.99	76.92	75.73	88.29	75.18	81.30	85.42
1984	121.64	81.60	83.10	97.42	79.05	79.31	89.56
1985	143.07	94.91	92.13	112.99	91.88	79.74	98.79
1986	167.73	142.05	102.85	145.59	136.75	95.79	126.69
1987	176.21	169.71	105.53	160.80	163.89	83.24	129.43
1988	176.48	177.05	116.05	166.05	162.76	86.85	133.29
1988-1	173.08	178.85	107.34	163.48	175.39	82.44	130.54
1988-2	171.19	176.49	112.79	162.99	169.33	87.03	132.16
1988-3	177.88	169.22	121.57	164.70	162.42	89.79	133.21
1988-4	183.76	183.63	122.51	173.01	146.40	88.14	137.26
1989-1	182.46	177.36	122.89	170.09	170.40	94.67	139.12

Fuente: FMI, Estadísticas financieras internacionales y cálculos de FEDESARROLLO.

miento, con refuerzo, del gran dinamismo que venían presentando esas exportaciones desde 1986. Ese dinamismo es atribuible en buena medida al proceso de devaluación real de los últimos años y en particular al llevado a cabo durante 1985 (véase Cuadro 9).

El mantenimiento de una tasa de cambio real alta y con tendencia a ascender durante varios años no sólo ha otorgado rentabilidad a las actividades de exportación, sino también un grado importante de confianza en el futuro de esa rentabilidad. A raíz de la aceleración de la inflación observada en 1988, se ha empezado a discutir en el país la posibilidad de reducir el ritmo de devaluación nominal como política antiinflacionaria, incluso a costa de una revaluación real del peso. Caer en la tentación de adoptar ese tipo de política, sin embargo, no sólo sería poco eficiente en términos del objetivo de

reducir la inflación, sino que constituiría el quiebre de un manejo cambiario que ha probado sus bondades a lo largo de varios años, entre otras cosas, con el mencionado dinamismo de las exportaciones menores.

Según las cifras de manifiestos de aduana, los altos ritmos de crecimiento de las exportaciones menores dejaron de observarse desde el último trimestre de 1988 (ver Cuadro 10). En ese trimestre y en el primero de 1989, los valores en dólares de dichas exportaciones no manifestaron ningún incremento significativo, mostrándose por el contrario totalmente estancados con respecto a los períodos correspondientes de 1987 y 1988. Este fenómeno constituye un elemento de gran preocupación y en caso de mantenerse en el futuro inmediato deberá ser objeto de mayor investigación. Debe mencionarse, sin embargo, que las cifras de registros de

Cuadro 10
COMPORTAMIENTO TRIMESTRAL DE LAS EXPORTACIONES MENORES*
1986-1989
(US\$ millones)

Trimestre					Variación		
	1986	1987	1988	1989	1987/86 %	1988/87 %	1989/88 %
A. Manifiestos							
I	304.7	323.5	451.0	453.6	6.19	39.42	0.56
II	300.0	371.1	455.8		23.69	22.82	
III	393.1	430.4	520.0		9.49	20.83	
IV	402.6	522.5	520.8		29.78	-0.32	
Total	1400.4	1647.5	1947.6		17.65	18.22	
B. Registros							
I	292.8	389.5	467.8	533.2	33.05	20.09	13.99
II	332.7	437.2	528.8	638.9 ^b	31.42	20.93	20.82
III	430.3	433.9	518.1		0.83	19.41	
IV	416.3	474.3	601.4		13.93	26.81	
Total	1472.1	1734.9	2116.0		17.85	21.97	

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

^b Estimado con base en la tasa de crecimiento del período abril-mayo.

Fuente: DANE e INCOMEX.

exportación aprobados por el INCOMEX no manifiestan ninguna pérdida significativa de dinamismo en el período reciente (ver Cuadro 10). Por el contrario, la tasa de crecimiento del valor en dólares de las exportaciones menores entre los períodos enero-mayo de 1988 y 1989, según esos registros, fue de 16.9%, sólo ligeramente inferior a las tasas de crecimiento observadas en los dos años anteriores. Las bajas tasas anuales de crecimiento observadas en las cifras de manifiestos de aduana para el semestre comprendido entre octubre de 1988 y marzo de 1989, por lo tanto, probablemente responden a problemas estadísticos o a fenómenos particulares de sectores específicos, que no reflejan ninguna tendencia de carácter general.

En la proyección de la balanza de pagos del Cuadro 7 se supuso, con un sesgo relativamente pesimista, que el valor en dólares de las exportaciones menores crecerá en 1989 en 10%; esto es, que esas exportaciones seguirán creciendo en forma dinámica, aunque a una tasa algo inferior a la de los años precedentes.

B. Egresos de intereses y dividendos y déficit corriente de la balanza de pagos

Pese al superávit comercial de US\$824 millones observado en 1988 y pese a que los flujos netos de servicios no financieros y transferencias de la balanza de pagos también fueron superavitarios, en US\$365 millones, Colombia tuvo en ese año un déficit corriente frente al resto del mundo de US\$353 millones, equivalente al 0.9% del PIB. La razón: este país pagó a la banca internacional US\$1355 millones en intereses (esto es, 3.4% del PIB) y a los inversionistas extranjeros US\$430 millones en utilidades y dividendos (esto es, un 1.1.% del PIB).

Para 1989, debido tanto al alza en las tasas de interés internacionales como al mayor monto de la deuda externa colombiana, el pago de intereses ascenderá en cerca de 23%, hasta alcanzar la cifra de US\$1666 millones, equivalente a 4.0% del PIB. En la medida en que se espera un aumento en las exportaciones de hidrocarburos, además, las utilidades y dividendos para los inversionistas extranjeros en ese sector aumentarán también de forma notoria. Por esto, pese al incremento proyectado en el superávit comercial, el balance en cuenta corriente mostrará probablemente un deterioro con respecto a 1988. El déficit corriente proyectado, sin embargo, es relativamente pequeño, al representar sólo un 1.4% del PIB, y es consistente con el mantenimiento de una tendencia a reducir los coeficientes de endeudamiento externo colombiano (Cuadro 7).

C. Estrategia de endeudamiento externo y financiamiento del déficit de la balanza de pagos

Por contraste con lo sucedido en 1987, cuando el país fue exportador neto de capitales, durante 1988 Colombia recibió crédito neto de largo plazo por US\$644 millones, de acuerdo con las cifras del Cuadro 7. Debe recordarse, sin embargo, que en buena medida ello fue así por cuanto en 1988 se recibió de la banca comercial el llamado crédito "Concorde", originalmente dirigido a cubrir amortizaciones por US\$1060 millones que el país debía hacer a esa banca en 1987 y 1988. El ingreso tardío de ese crédito, que finalmente se contrató por US\$1000 millones, hizo que todos los desembolsos se concentraran en 1988 y fueran superiores a las amortizaciones en ese año.

Aparte del atraso en su desembolso, que como ya se señaló generó graves problemas para la ejecución de la inversión

pública, el crédito "Concorde" tuvo varias características desventajosas para el país que permiten pensar, "ex-post", que una restructuración de las obligaciones externas con la banca comercial a comienzos de 1987 hubiera traído mayores beneficios. El plazo efectivo de ese préstamo fue de 10.1 años, cuando el plazo promedio que por la misma época estaban recibiendo otros países latinoamericanos en la restructuración de sus deudas era de 17 años. La tasa de interés fue de 0.94 puntos sobre la Libor, cuando el promedio latinoamericano en la cuarta ronda de restructuraciones era, según la CEPAL, de 0.83 puntos sobre Libor. Desde otro punto de vista además, la operación de crédito del "Concorde" no logró comprometer a todos los bancos que recibieron amortizaciones de Colombia en 1987 y 1988. Por ello, varios bancos redujeron sus niveles de exposición y algunos dejaron de ser acreedores del país. En la medida en que esos bancos probablemente hubieran estado dispuestos a vender sus acreencias de Colombia con descuentos sobre sus valores nominales, ese hecho implicó perder la posibilidad de haber aprovechado dichos descuentos en favor del país.

Con el objeto de evitar problemas como los del "Concorde" en la refinanciación de las amortizaciones debidas a la banca comercial en 1989 y 1990, Colombia inició la búsqueda de un nuevo crédito sindicado por US\$1850 millones desde mediados de 1988. Se esperaba inicialmente que ese crédito sería contratado antes de iniciarse el período de amortización; esto es, antes de comienzos de 1989. Cuando esto no se logró, Colombia entró en una moratoria temporal concertada con los bancos con el objeto de evitar que el país se convirtiera en exportador neto de capitales, como había sucedido en 1987. En forma incomprensible, sin embargo, dicha moratoria se levantó en marzo de

este año sin que el crédito se hubiera firmado. Por esa razón, el egreso neto de capitales que se trataba de evitar se dio en la práctica, haciendo que las reservas internacionales del país se redujeran en los primeros cinco meses de 1989 en cerca de US\$500 millones y que la ejecución de la inversión pública volviera a retrasarse. Sólo a finales de junio el crédito se contrató por un monto (US\$1650 millones) considerablemente inferior al inicialmente programado, sin la participación de todos los bancos acreedores del país y en unas condiciones financieras que, si bien más favorables para Colombia que las del "Concorde", siguieron siendo inferiores a las de las restructuraciones de otros países latinoamericanos⁶. Nuevamente, por lo tanto, la evaluación "ex post" de la estrategia colombiana de endeudamiento con la banca comercial sugiere que el país habría salido en mejores condiciones de haber optado por una restructuración formal.

Los desembolsos del crédito mencionado no se han realizado aún y todavía se encuentran sujetos a la solución de problemas con algunos bancos. La proyección de los flujos de capital presentada en la balanza de pagos del Cuadro 7 supone que ellos se realizan en forma plena y que, además, se logran los desembolsos de la banca oficial (multilateral y bilateral) que el gobierno colombiano tiene programados⁷. De ser ello así, el país

6 Ver comparación de condiciones en *Coyuntura Económica*, Vol. XIX, No. 1, marzo, 1989, p. 55.

7 Cifras de desembolsos tomadas del documento presentado por las autoridades colombianas a la banca comercial: "Colombia: 1989-1990 Financing Facility", después de deducir US\$75 millones del segundo tramo del crédito del Banco Mundial para el sector eléctrico y US\$50 millones del crédito de la banca comercial, que en ese documento se programaba en US\$1700 millones.

probablemente contará al final del año con un nivel de reservas superior al actual e incluso superior al de fines de 1988. Sobre el desembolso de esos créditos persiste todavía, sin embargo, una gran incertidumbre.

IV. FINANZAS PUBLICAS

A. Balance Financiero e Inversión del Sector Público en 1988 y Proyecciones para 1989

Tanto el déficit de operaciones efectivas del gobierno central como el del sector público consolidado manifestaron aumentos significativos en 1988 con respecto a 1987. Según cifras de la Contraloría General de la República (Cuadro 10), el primero pasó de representar un 0.45% del PIB a un 1.36%, mientras el segundo pasó de 1.96% a 2.52%. Sin embargo, como se mencionó en la entrega de marzo de *Coyuntura Económica*, estos incrementos en los déficits del sector público fueron inferiores a los inicialmente presupuestados en el Programa Macroeconómico de 1988, lo cual resultó particularmente notable por cuanto las finanzas de la empresa estatal de petróleo, Ecopetrol, sufrieron un fuerte deterioro como consecuencia de la inesperada reducción en el valor de las exportaciones de crudo.

Para 1989, el Programa Macroeconómico elaborado por el Departamento Nacional de Planeación (DNP) prevé un déficit del gobierno central del orden de 1.7% del PIB, superior al de los dos años precedentes. Para el sector público descentralizado, en cambio, prevé un déficit inferior, equivalente a sólo 0.7% del PIB. De acuerdo con las proyecciones existentes, por lo tanto, el déficit del sector público consolidado será similar en 1989 al de 1988 (Cuadro 10).

El mantenimiento de niveles relativamente bajos del déficit público en 1988 y en 1989 no se opone a un comportamiento muy dinámico de la inversión del sector oficial en estos años. Según cifras del DNP, en efecto, tanto la inversión del gobierno central como la del sector público descentralizado crecieron en 1988 a ritmos de 39.0% y 48.5%, respectivamente, considerablemente superiores a los del PIB nominal. Como porcentaje del PIB, la inversión del gobierno central pasó de 2.3% en 1987 a 2.5% en 1988, a la vez que la del sector público descentralizado aumentó de 3.3% a 3.7%, lo cual señala una deseable recuperación parcial de estos indicadores, después de la fuerte caída que sufrieron entre 1986 y 1987. La previsión de las autoridades, además, es que esos porcentajes vuelvan a aumentar ligeramente en 1989, con tasas de crecimiento de la inversión de cada una de las instancias del sector público del orden de 33% nominal.

B. Problemas de las finanzas públicas

El favorable escenario de las finanzas públicas descrito en la subsección anterior, con déficits fiscales bajo control y altas tasas de crecimiento de la inversión pública, no debe ocultar la existencia de problemas importantes, entre los cuales se destacan la tendencia ascendente del déficit del gobierno central, la ineficiencia en el proceso de ejecución de la inversión pública y las dificultades para transferir recursos desde las entidades superavitarias hacia las deficitarias.

1. Ingresos y gastos corrientes del gobierno central

La tendencia ascendente del déficit del gobierno central como porcentaje del PIB (véase Cuadro 11) se explica en buena

Cuadro 11
SUPERÁVIT (+) O DEFICIT (-)
DEL SECTOR PÚBLICO CONSOLIDADO, 1987-1989
(Porcentajes PIB)

	1987	1988	1989p
I. Gobierno Central	-0.45	-1.36	-1.70
II. Sector Descentralizado sin FNC	-0.97	-1.18	-0.70
A. Ecopetrol	0.72	-0.04	n.d
B. Carbocol	-0.38	-0.29	n.d
C. Telecom	0.17	0.11	n.d
D. ISS	0.33	0.19	n.d
E. Sector Eléctrico	-0.77	-0.48	n.d
F. Metro Medellín	-0.28	-0.32	n.d
G. Resto	-0.76	-0.35	n.d
III. Sector Público Consolidado sin FNC	-1.42	-2.54	-2.4
IV. Fondo Nacional del Café	-0.53	0.02	n.d
V. Sector Público Consolidado	-1.96	-2.52	n.d

Fuente: 1987 y 1988: Contraloría General de la República. Informe Financiero, diciembre de 1988. 1989: Proyección del DNP – UIP – UPG, "Programa Macroeconómico para 1989", Cuadro 9.

medida por un crecimiento de los gastos corrientes más rápido que el del ingreso nominal total de la economía. Como se aprecia en el Cuadro 12, en efecto, el ritmo de crecimiento de los gastos corrientes del gobierno central en 1988 fue cercano al 40% nominal, frente a un crecimiento del PIB en pesos corrientes inferior al 33%. Así mismo, en los primeros cuatro meses de 1989, dichos gastos fueron superiores en casi 45% a los del mismo período del año anterior.

En un grado no despreciable, el alto ritmo de crecimiento de los gastos corrientes del gobierno central en el período reciente puede ser explicado por el dinamismo de las transferencias. Dentro del proceso de descentralización administrativa que se viene dando en el país desde hace

varios años, la creciente proporción de los recaudos estatales por impuestos a las ventas que son transferidos a los municipios permite entender dicho dinamismo. Más preocupante que esto, sin embargo, son las muy altas tasas de crecimiento del rubro clasificado como "gastos generales", dentro del cual se incluye la compra de equipo militar. En términos nominales, ese rubro creció en 70% entre 1987 y 1988 y en 236% entre los primeros cuatro meses de 1988 y 1989. Por otra parte, aunque los pagos totales de intereses por parte del gobierno central crecieron en 1988 a un ritmo apenas similar al del PIB, resulta preocupante constatar que entre enero y abril de 1989 esos pagos fueron superiores en más de 40% a los de los mismos meses del año anterior. Los pagos de intereses sobre la deuda externa del

gobierno, en particular, crecieron en casi 70% entre esos períodos. El crecimiento en el saldo de la deuda externa durante 1988 y la tendencia ascendente de la tasa internacional de interés, permiten entender este resultado.

El crecimiento acelerado de los gastos del gobierno central no ha sido acompañado por un dinamismo correspondiente en los ingresos. En 1988, por el contrario, los ingresos corrientes crecieron a un ritmo de 30.5%, inferior al del PIB nominal de la economía. Los ingresos por impuestos de renta y complementarios, en particular, manifestaron en ese año una elasticidad inferior a la unidad frente al crecimiento del ingreso nacional⁸. No es claro, ante este hecho, que la reforma tributaria de 1986, que eliminó la doble tributación y que redujo las tarifas de impuesto a sociedades y socios, haya generado una estructura tributaria suficientemente elástica al ingreso, que evite una tendencia hacia el deterioro de los ingresos del gobierno en el mediano plazo. Aunque la reforma tuvo un impacto positivo inicial, vinculado con una mayor cobertura de las retenciones y con la amnistía tributaria de 1988, ese impacto se está deteriorando con el paso de los años por la falta de elasticidad mencionada. Resulta preocupante, en estas condiciones, que el gobierno haya procedido a partir del presente año al desmonte del impuesto patrimonial. La reciente eliminación del impuesto de patrimonio sobre los inmuebles de habitación contribuye a reducir la capacidad del gobierno de mantener un nivel de ingresos tributarios estable como proporción del PIB. El plan de abolir totalmente el impuesto patrimonial a partir de 1992 posiblemente será compensado

con los mayores impuestos que deberán pagar las sociedades por concepto de valorización a partir de ese año, cuando se tiene programado introducir un método de ajuste integral por inflación en sus balances. Mientras llega esa fecha, sin embargo, los ingresos gubernamentales podrán seguir deteriorándose en forma peligrosa para la estabilidad de las finanzas del gobierno central.

2. Estrategia de financiamiento externo y ejecución de la inversión pública

Como se mencionó anteriormente, la estrategia actual del gobierno frente al problema de la deuda externa con la banca comercial ha generado graves problemas para el proceso de ejecución de la inversión pública, tanto en 1988 como en 1989. La contratación extremadamente tardía del crédito "Concorde" hizo que las apropiaciones presupuestales para la inversión en 1988 sólo se pudieran realizar hacia mediados del año y que la ejecución de los pagos correspondientes se concentrara en los últimos meses del año.

La reforma de la Ley Orgánica del Presupuesto aprobada por el Congreso a finales de 1988 permite agilizar el proceso de inversión pública para 1989. Con esa reforma es posible realizar apropiaciones presupuestales con anterioridad a la contratación del crédito externo que financia la inversión y queda abolido el requisito de los "giros presupuestales" como paso previo a la ejecución de los pagos de la Tesorería. La contratación del crédito externo, sin embargo, sigue siendo prerequisite para la realización de los acuerdos de gasto, previos a los pagos, los cuales son vistos por los contratistas del gobierno como documentos indispensables para la iniciación de las obras. El proceso de ejecución de la inversión, por lo tanto,

⁸ Ver análisis desagregado en *Coyuntura Económica*, Vol. XIX, No. 1, marzo, 1989, pp. 57-58.

Cuadro 12
OPERACIONES EFECTIVAS DEL GOBIERNO CENTRAL
(Miles de millones de pesos)

	Años completos			Enero-abril ^a		
	1987	1988	Var. %	1988	1989	Var. %
I. Ingresos Corrientes	935.5	1220.7	30.5	309.1	416.9	34.9
A. Ingresos Tributarios Netos	838.7	1100.1	31.2	261.0	352.5	35.1
B. Ingresos No Tributarios	96.8	120.5	24.5	48.1 2/	64.4	33.9
II. Gastos Totales	975.3	1380.6	41.6	360.6	496.1	35.7
A. Corrientes	766.2	1070.9	39.8	294.3	225.7	44.6
1. Servicios personales	167.2	220.7	32.0	64.5	84.1	30.3
2. Gastos generales ^b	69.3	118.8	70.0	14.6	49.1	236.3
3. Transferencias	415.3	580.8	39.9	166.6	224.0	34.5
4. Intereses	114.5	151.6	32.4	48.7	68.5	40.6
a. Internos	31.3	49.2	57.4	16.6	14.3	-13.7
b. Externos	83.2	102.4	23.1	32.0	54.1	68.7
B. Inversión	206.7	289.3	40.0	63.3	70.4	6.2
1. Pagos de Tesorería	147.0	250.7	70.5	52.2	53.1	1.6
2. Pagos directos en el exterior	14.8	1.7	***	0.0	0.4	***
3. Pagos indirectos sector descentralizado	44.8	36.9	-17.6	14.1	16.9	20.0
C. Otros préstamos	2.5	20.4	***	—	—	—
III. Superávit (+) o Déficit (-)	-39.8	-159.9	***	51.7	-79.2	***
IV. Financiamiento	39.8	159.9	***	51.7	79.2	53.4
A. Crédito externo	-47.1	111.2	***	-19.3	-39.7	***
B. Crédito interno neto	86.9	48.8	-43.9	71.0	118.9	67.5

Fuente: Contraloría General de la República. Informe Financiero Abril 1989 y Diciembre 1988.

^a Cifras provisionales.

^b Incluye compra de equipo militar.

sigue siendo obstaculizado por demoras en la contratación del crédito externo como las que se han observado en este año.

De hecho, como se aprecia en el Cuadro 12, los pagos de inversión del gobierno nacional sólo se incrementaron en 6% nominal entre los primeros cuatro meses de 1988 y el mismo período de 1989, lo cual es particularmente grave por cuanto en 1988 esos pagos eran inferiores en 2% nominal a los del mismo período de 1987.

En términos reales, los pagos de inversión del gobierno nacional en el período enero-abril de 1989 fueron inferiores en 16% a los de 1988 y en 35% a los de 1987. Según cifras del Programa de Seguimiento Financiero del Departamento Nacional de Planeación, además, los gastos del sector público descentralizado en formación bruta de capital fijo durante el primer trimestre de 1989 fueron superiores a los del mismo período de 1988 en sólo 21.1%. El contraste entre estas cifras y el crecimiento programado para el año comple-

to, del orden de 33% resulta ciertamente preocupante.

3. Transferencia de recursos al interior del sector público

La transferencia de recursos entre entidades superavitarias y deficitarias del sector público ha sido materia de preocupación de las autoridades y de los analistas económicos en los últimos años. Por un lado, el énfasis del presente gobierno en el gasto social, que implica una mayor concentración de los gastos en el gobierno central, en relación con el sector público descentralizado, requiere una transferencia de recursos financieros de este último hacia el primero. Por otro lado, el fuerte proceso de devaluación real de los últimos años, que ha afectado negativamente a las entidades más endeudadas en el exterior, requiere también una transferencia de recursos hacia ellas.

En respuesta al problema anterior, la reforma de la Ley Orgánica del Presupuesto realizada a finales de 1988 estableció que los excedentes financieros de todos los establecimientos públicos del orden nacional serán considerados recursos presupuestales de la Nación, de tal forma que el ejecutivo pueda determinar su utilización, para inversión de los mismos establecimientos o para cubrir faltantes de otras entidades oficiales, incluido el gobierno nacional. Aunque el criterio de unidad de caja que contempla esta reforma es ciertamente positivo, su implementación a través del mecanismo mencionado tiene el peligro de quitar incentivos a la generación de excedentes por parte de los establecimientos públicos, de transmitir las fluctuaciones propias de esos excedentes al gobierno nacional y de hacer más incierto el manejo de las entidades públicas, reduciendo la capacidad gerencial para adoptar estrategias de inversión

y de financiamiento de largo plazo. La adopción de reglas claras y estables de transferencia de recursos de las entidades superavitarias hacia la Nación a través de impuestos como los que ya existían en algunos casos, hubiera sido una solución más eficiente del problema planteado.

Por otra parte, el problema de transferencia de recursos financieros hacia las entidades más endeudadas en el exterior, en particular las del sector eléctrico, no ha sido resuelto aún en forma satisfactoria. La utilización de un fondo del Banco de la República que por sus características sólo puede manejar recursos de corto plazo, como es el FODEX, sólo ha permitido solventar temporalmente el problema pero no lo ha resuelto en forma definitiva y genera gran incertidumbre sobre su estabilidad futura. Con el nuevo Estatuto Orgánico del Presupuesto, las funciones del FODEX podrán ser trasladadas a la Financiera Eléctrica Nacional, FEN. Sin embargo, no se han determinado los recursos con que contará esta entidad para cumplir con dichas funciones. La necesidad de que el gobierno absorba parte de la deuda del sector eléctrico o asigne un apoyo presupuestal para el cubrimiento parcial de su servicio se encuentra aún, por ello, a la orden del día.

V. SITUACION MONETARIA Y FINANCIERA

A. Recuento de los principales acontecimientos durante 1988

1988 fue un año particularmente inestable y difícil en términos del comportamiento de las variables monetarias y crediticias. No sólo se revirtió bruscamente la tendencia que traían los grandes agregados monetarios desde 1987, sino se produjeron cambios importantes en la composición de los mismos. Estas perturbaciones

baciones, causadas en gran parte por algunas medidas de política monetaria y fiscal, así como por la reacción que ellas provocaron en los distintos agentes de la economía, naturalmente tuvieron repercusiones negativas sobre la estabilidad del mercado de crédito. Como resultado de ello, el clima al comenzar 1989 se caracterizó por un alto grado de incertidumbre; tanto respecto al comportamiento de la liquidez y la disponibilidad de crédito del sistema financiero, como a la futura evolución de las tasas de interés reales.

Si al finalizar 1987 los medios de pago crecieron nueve puntos por encima de la meta propuesta por las autoridades (32.9% frente a 24%, respectivamente, como se

observa en el Gráfico 6) en 1988 ocurrió exactamente lo contrario: ellos experimentaron un incremento de sólo 25.8% frente a una meta de crecimiento de 28%. Con un incremento estimado del PIB nominal para 1988 de 32.8%, ello implicó una reducción significativa de la relación entre los medios de pago y el valor nominal de la producción. Como se observa en el Cuadro 13, los cuasidineros, y por lo tanto la oferta monetaria ampliada (M2), también perdieron participación dentro del PIB. Naturalmente, esto obstaculizó y encareció todo tipo de transacciones que involucraran el uso de medios de pago o de activos líquidos tradicionales, con las consabidas repercusiones que ello tiene sobre las tasas de interés y el volumen de dichas transacciones.

Cuadro 13
COLOMBIA: INDICADORES MONETARIOS
Porcentaje del PIB y coeficientes

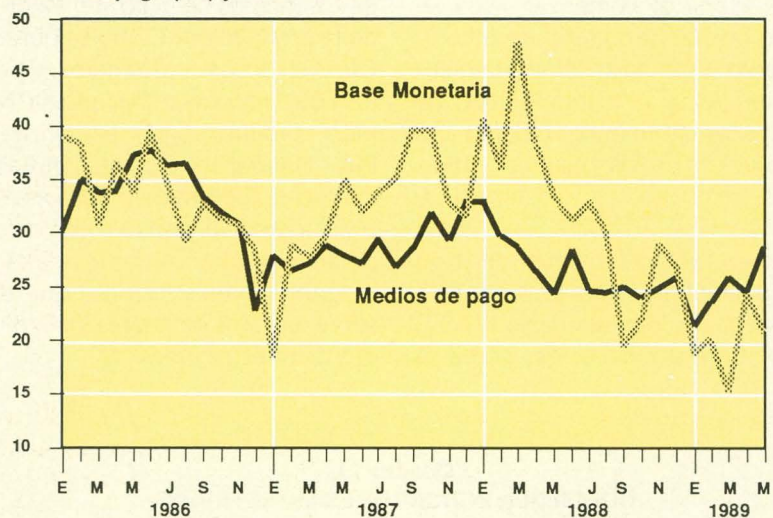
	1985	1986	1987	1988
I. Porcentajes del PIB				
A. Base monetaria	8.30	7.79	7.92	7.56
B. Liquidez secundaria	4.63	3.83	4.02	3.75
C. Medios de pago	12.93	11.62	11.94	11.31
1. Efectivo (en poder del público)	5.29	4.60	4.71	4.48
2. Cuentas corrientes	7.64	7.01	7.23	6.83
D. Cuasidineros ¹	19.62	18.61	18.33	16.81
E. Oferta monetaria ampliada (M2)	32.55	3.22	30.27	28.12
II. Coeficientes				
A. Multiplicador monetario	1.56	1.49	1.51	1.50
B. Efectivo/Ctas. Corrientes	0.69	0.66	0.65	0.66
C. Reservas/Ctas. Corrientes	0.39	0.45	0.44	0.45
D. Cuasidineros/M1	1.52	1.60	1.54	1.49
III. Crecimiento PIB Nominal	28.80	36.69	29.34	32.80

¹ Incluye Depósitos de Ahorro y a Término en el sistema bancario y en las Corporaciones Financieras y Depósitos totales en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda.

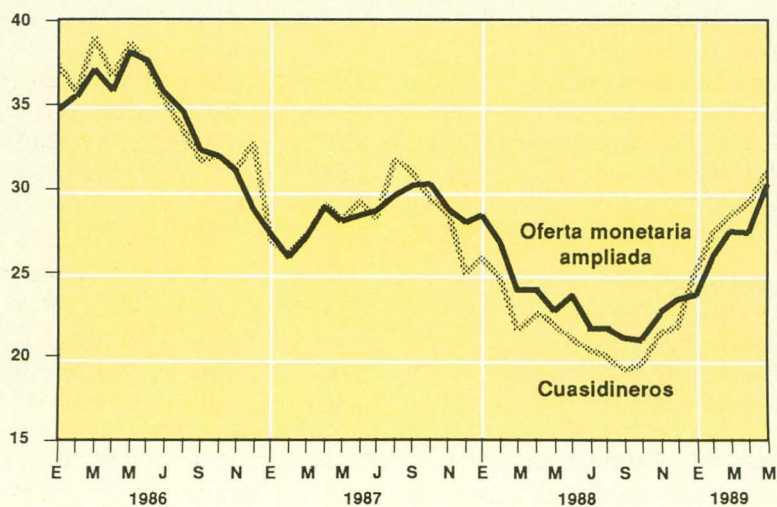
Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

Gráfico 6
TASAS ANUALES DE CRECIMIENTO
DE LOS PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS
 Enero 1986 - Mayo 1989
 (Porcentajes)

A. Medios de pago (M1) y base monetaria



B. Oferta monetaria ampliada (M2) y cuasidineros



Fuente: Banco de la República

El resultado anterior se explica por la cadena de acontecimientos ocurridos a lo largo del año, los cuales se analizarán a continuación.

*1. El primer trimestre de 1988:
Aumento del efectivo en poder
del público e liquidez en el
sistema financiero*

El primer trimestre de 1988 se caracterizó por una política monetaria claramente restrictiva, en la que se emplearon dos instrumentos principales: por una parte, se intentó reducir la liquidez secundaria del sistema mediante la elevación del nivel de encaje sobre depósitos en cuenta corriente de los bancos, en particular los provenientes de las entidades oficiales. Por otra parte, se trató de regular el nivel de la base monetaria mediante una política activa de intervención en el mercado de capitales por parte del Banco Emisor, a través de Operaciones de Mercado Abierto (OMA); es así como el saldo de los títulos emitidos con este fin experimentó incrementos mensuales de 8.3% y 17.3% en enero y febrero, respectivamente.

La adopción de la política monetaria restrictiva tuvo la siguiente justificación. Al cierre de 1987, la economía experimentaba, junto con una expansión de los medios de pago bastante superior a lo programado, tasas de inflación y de interés nominal crecientes. Un componente muy importante de las presiones inflacionarias, según la visión de las autoridades, era el "exceso" de liquidez en la economía. El comportamiento de las tasas de interés, por su parte, dada la estructura oligopólica del sistema financiero y el afán de todos los agentes por garantizar una rentabilidad positiva sobre sus activos financieros, estaba determinado más por las expectativas de inflación que por las fuerzas del mercado de crédito. De

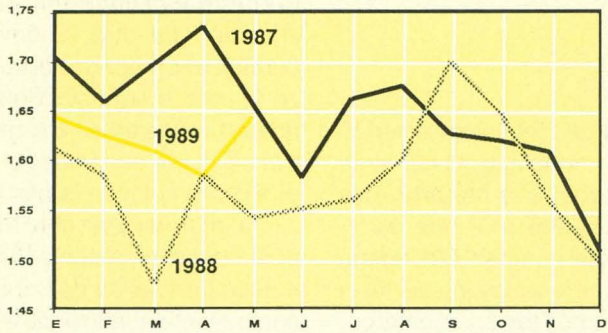
acuerdo con este diagnóstico, los esfuerzos de política debían concentrarse en el control de la inflación a través de una disminución en la expansión de los medios de pago.

Con este escenario inicial, la imprevista aparición de otro fenómeno monetario durante el primer trimestre de 1988 reforzó la actitud contraccionista de las autoridades monetarias. Las medidas de control tributario expedidas al finalizar 1987, que contemplaban la posibilidad de utilizar la información sobre los depósitos del público en el sistema financiero como indicio de evasión de impuestos, tuvieron como efecto el retiro masivo de depósitos del sistema financiero. Los indicadores de preferencia por efectivo experimentaron un crecimiento significativo e inusual en esta época del año (ver Gráfico 7). Normalmente, después de diciembre la demanda de activos líquidos se desplaza del efectivo hacia las cuentas corrientes y las cuentas de ahorro de las Corporaciones de Ahorro y Vivienda (CAV). Por las razones anotadas, en 1988 no se produjo dicho desplazamiento.

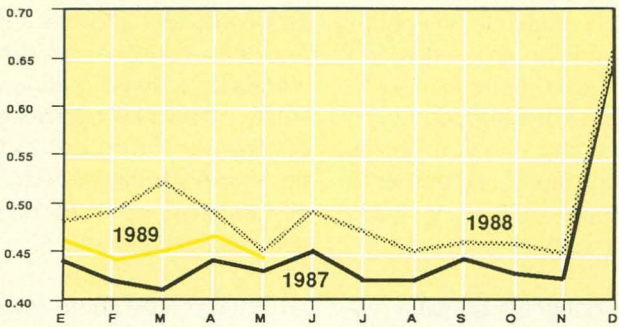
Lo anterior tuvo como resultado comportamientos de la base monetaria y del multiplicador totalmente atípicos para el primer trimestre del año: la primera no mostró disminuciones importantes con respecto al nivel alcanzado en diciembre del año anterior y el segundo experimentó una sustancial caída (véanse los Gráficos 6 y 7). En relación con el primer trimestre de 1987, la base monetaria registró un aumento, sin precedentes cercanos, del 42%. Como se analizará posteriormente, gran parte de este aumento tuvo un carácter endógeno, inducido por la misma escasez de liquidez en el sistema financiero que obligó a los intermediarios (en particular a las CAV, a través del FAVI) a retirar sus disponibilidades en

Gráfico 7
COEFICIENTES MONETARIOS
Enero 1987 - Mayo 1989

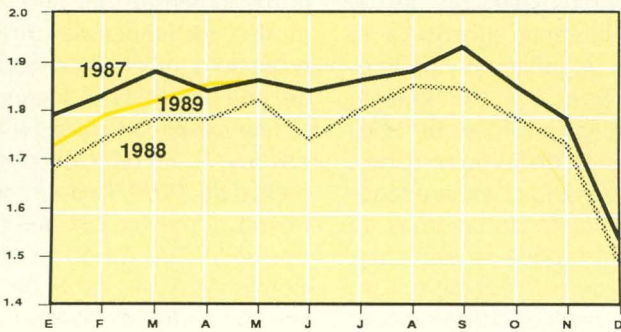
A. Multiplicador Monetario



B. Relación efectivo/cuentas corrientes



C. Relación cuasidineros/medios de pago



Fuente: Banco de la República

el Banco de la República. La tasa anual de crecimiento de los medios de pago, en cambio, se mantuvo en un nivel (30.4%) inferior al observado en los últimos meses del año anterior (en diciembre había sido de 32.9%) y la de la oferta monetaria ampliada se situó en el nivel más bajo en varios años: 26.4%. Sin embargo, fue la impresionante cifra de crecimiento anual de la base, y no la disminución en la de los medios de pago y de la oferta monetaria ampliada, lo que se convirtió en centro de preocupación de las autoridades y en un argumento adicional para justificar la necesidad de contraer la liquidez.

2. Mayores presiones contraccionistas y cambio en la dirección de la política monetaria

La consecuencia inmediata de estos eventos fue el surgimiento de una situación generalizada de iliquidez en el sistema financiero, con la concomitante reducción del flujo de crédito para el sector real. Ello ocurrió sin que las tasas de inflación mostraran señales de debilitamiento y con una tendencia creciente de las tasas de interés nominales pasivas y activas. Ante estas circunstancias las autoridades se vieron obligadas a cambiar ligeramente su percepción sobre la situación. Por una parte, se admitió que no existían "excesos" de liquidez en el sistema; por otra, se aceptó que la iliquidez reinante había jugado un papel importante en inducir el alza de las tasas de interés a través de su efecto sobre la competencia por recursos prestables⁹.

9 Tal como lo reconoce el Banco de la República en las "Notas Editoriales" de su Revista de diciembre, "a pesar de existir elevadas tasas de crecimiento de la base y de M1 hubo iliquidez en el sistema financiero y se mermó el flujo de crédito...se afectó significativamente la base de generación de recursos prestables...(lo que) indujo las tasas de interés nominales al alza".

El cambio en la orientación de la política, que comenzó a sentirse a partir de los últimos días de abril, se manifestó en el desmonte de las medidas tributarias que habían generado el retiro de depósitos del sistema financiero, en una reducción de las operaciones contraccionistas de mercado abierto (OMA) y en la compra anticipada (con pacto de recompra en el muy corto plazo) de Títulos del Banco de la República por esta misma entidad.

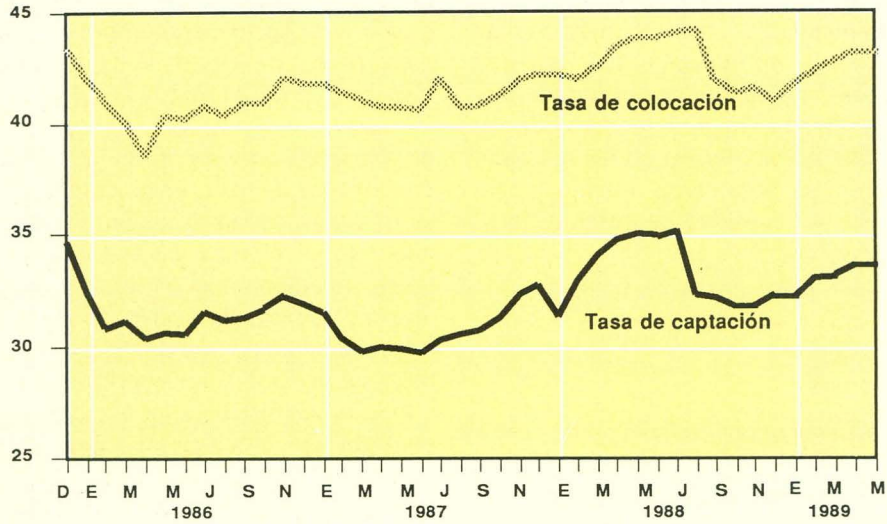
No obstante, en vista de que el ritmo de crecimiento de los precios continuó con su dinámica alcista, y dada la predominante convicción de las autoridades de que la inflación era el principal motor del alza en las tasas de interés, se perseveró explícitamente en una política monetaria bastante restrictiva. Lo anterior, aunado a ulteriores presiones contraccionistas no previstas de origen fiscal sobre la base monetaria¹⁰, tuvo como resultado la no recuperación de la tasa de crecimiento anual de los medios de pago durante el tercer trimestre; ésta, por el contrario, se redujo en casi dos puntos con relación a la observada en el segundo trimestre (pasando de 26.4% a 24.6%), y resultó inferior a las conservadoras metas de la Junta Monetaria.

Para el mes de agosto, las tasas de captación y colocación habían alcanzado niveles que ponían en peligro no sólo la situación financiera de las empresas del sector real sino la estabilidad del propio sistema financiero. Por una parte, dada la imposibilidad de trasladar a los usuarios del crédito los incrementos en el costo de captación, los márgenes de intermediación del sistema se habían reducido en casi tres puntos en relación con igual fecha de 1987 (véase Gráfico 8); por otra

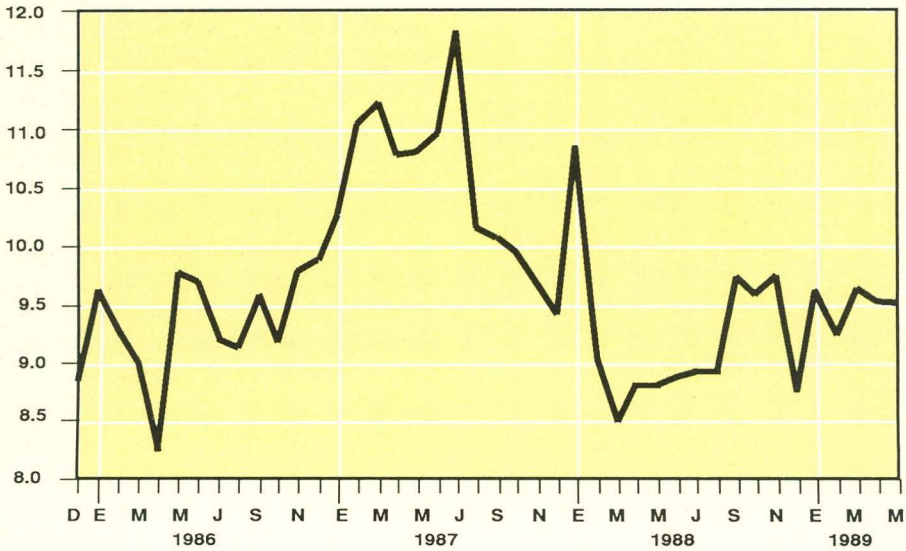
10 Tales como un volumen de recaudo de impuestos mayor al esperado.

Gráfico 8
TASAS DE INTERES EFECTIVAS Y MARGENES DE INTERMEDIACION
(Porcentajes)
Diciembre 1985 - Mayo 1989

A. Tasas de Interés



B. Margen de Intermediación



Fuente: Banco de la República

parte, el deterioro en la calidad de la cartera podría llegar a afectar seriamente las utilidades de los bancos.

Fue entonces cuando la Junta Monetaria realmente dio un viraje a su política. En primer lugar, optó por intervenir directamente en el mercado financiero imponiendo topes a algunas tasas de interés pasivas y activas. Por otro lado, decidió aliviar las condiciones de generación de liquidez secundaria mediante una política de reducción por etapas de los niveles de encaje de los bancos. Una parte importante de dicha reducción, sin embargo, tuvo inicialmente un carácter temporal y en parte por ello no logró cumplir plenamente su cometido.

3. El control de las tasas de interés y la reducción de encajes: efectos sobre la composición de los agregados monetarios

Como se observa en el Gráfico 8, a partir de agosto se logró reducir en forma efectiva el costo del crédito, aliviando la situación financiera de las empresas productivas. Sin embargo, las tasas de interés efectivas en la economía no bajaron tanto como lo sugieren las cifras disponibles. La liquidez no fue suficiente para generar los recursos prestables necesarios para validar las menores tasas de interés, por lo cual se produjo un incentivo para sustituir CDT por activos de más largo plazo cuyo rendimiento no estaba controlado y se generaron problemas de evasión de los controles.

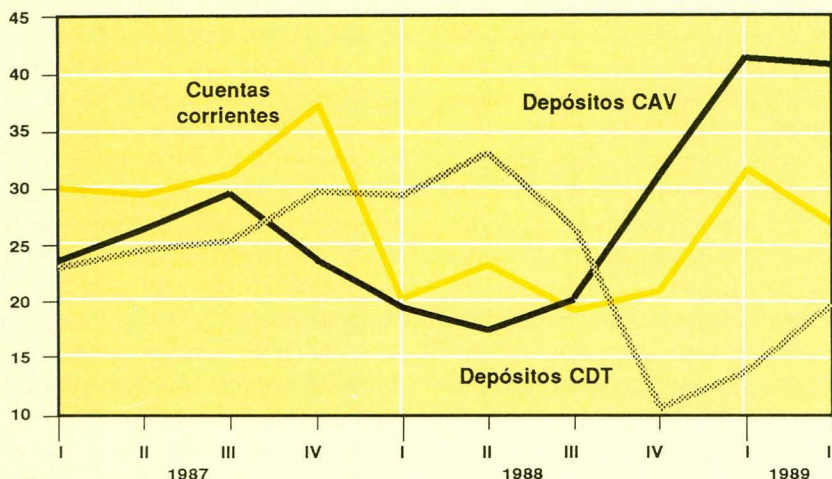
El control administrativo de los intereses y la elevación del tope legal al rendimiento de los depósitos en las Corporaciones de Ahorro y Vivienda a finales de julio, indujeron otros cambios importantes en la composición de activos financieros durante el tercer trimestre del año.

En primer lugar, como se aprecia en el Gráfico 9, la tasa de crecimiento de los CDT se redujo sustancialmente hasta alcanzar niveles inferiores al 10% durante el último trimestre. Como consecuencia de esto, la participación de los CDT dentro del total de captaciones tradicionales del sistema financiero al final del año fue aproximadamente tres puntos porcentuales inferior a la de fines de 1987 (ver Cuadro 14). El mayor crecimiento de los depósitos en cuenta corriente propiciado por la reducción de los encajes contrarrestó sólo en parte el descenso en las captaciones de CDT en el sistema bancario (Gráfico 9), aunque con el efecto positivo de reducir el costo promedio de captación de estos intermediarios.

En segundo lugar, a raíz de las medidas de política mencionadas los depósitos de ahorro de las CAV, cuyo rendimiento es controlado por las autoridades, recuperaron su atractivo dentro del mercado financiero, después de un largo período en que su rentabilidad había quedado rezagada con respecto a las altas tasas de interés de otros activos. Así, tal como se aprecia en el Gráfico 9, a partir del cuarto trimestre de 1988 dichos depósitos experimentaron un aumento significativo en su tasa de crecimiento, para llegar a niveles superiores al 40% que se han mantenido durante 1989.

Estos cambios de composición entre activos naturalmente tuvieron repercusiones sobre la base monetaria y el nivel de M1. En primer lugar, debido al relativo estancamiento de la cartera de las CAV que ya se mencionó en una sección anterior, la recuperación de recursos por parte de estos intermediarios se reflejó en excesos de liquidez y en un aumento de las disponibilidades del Fondo de Ahorro y Vivienda (FAV) en el Banco de la República, contrayendo así los billetes en circula-

Gráfico 9
TASAS DE CRECIMIENTO ANUALES DE LOS PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS
(Porcentajes)
Promedios Trimestrales, 1987.I - 1989.II



Fuente: Banco de la República

ción. De hecho, a partir de este momento y hasta mayo de 1989 el FAVI se convirtió en un factor permanente de contracción de la base. En segundo lugar, en la medida en que el aumento de la corrección monetaria indujo también una sustitución entre depósitos a la vista de los bancos y los depósitos de las CAV, el efecto marginal de la reducción de encajes sobre el multiplicador y M1 fue menor al que se hubiera presentado en otras circunstancias.

4. Cierre del año

Pese a la recuperación de las captaciones de bancos y CAV en la segunda mitad de 1988, el año cerró con tasas de crecimiento anuales inferiores a las de 1987 para todos los agregados monetarios, y salvo el caso del efectivo y M1, inferiores también a las de 1986 (véase Cuadro 13). Con excepción de los títulos emitidos por el sector eléctrico, los depósitos de las

CAV, y las captaciones de las corporaciones financieras y de las compañías de financiamiento comercial, los activos financieros tradicionales experimentaron una reducción en términos reales (ver Cuadro 14). En otras palabras, el ahorro financiero real disminuyó durante 1988, si bien en una proporción menor a la que se puede deducir de las cifras presentadas, ya que se reforzaron instrumentos no tradicionales de inversión financiera como los bonos emitidos por las empresas del sector privado (cuyo stock alcanzó niveles superiores a los 5.500 millones, con una variación anual del 44.7%)¹¹.

Por su parte, el total de colocaciones de los principales intermediarios escasamente se mantuvo en términos reales (ver

¹¹ Estimativo con base en cifras de la Comisión Nacional de Valores, sobre ofertas públicas autorizadas por esta entidad. Véase *Memorando Económico*, abril, 1989.

Cuadro 14
EVOLUCION DE LOS PRINCIPALES ACTIVOS FINANCIEROS
(Porcentajes)

	Variación año completo	
	Diciembre 1988	Mayo 1989
I. Efectivo en Poder del Público	26.3	24.6
II. Sistema Financiero	23.2	29.1
A. Depósitos en cta. corriente	25.4	27.8
B. Depósitos de Ahorro	17.7	23.4
C. Certificados de Depósito a Término	9.8	20.7
- Bancos	7.7	16.2
- Corpor. Financieras	21.1	43.0
D. Depósitos CAV	34.2	40.8
E. Captación Ctas. de Financ. Comercial	44.1	34.0
F. Cédulas Hipotecarias	1.7	5.7
III. Sector Público	18.8	18.2
A. Títulos Ahorro Nacional	19.0	17.2
B. Títulos Cafeteros	0.0	0.0
C. Certificados Eléctricos Valorizables y T.E.R.	90.1	73.4
IV. Banco de la República	110.4	-13.1
A. Certificados de Cambio	23.5	71.2
B. Operaciones de Mercado Abierto	-5.5	-9.0
1. Títulos de Participación	23.9	-19.0
2. Títulos Canjeables ¹	55.2	15.4
C. Otras operaciones con Títulos de Bco. República	237.0	-17.9
1. TREC y TREN	19.9	18.2
2. Otras ²	750.1	-28.1

Distribución de los activos del sistema financiero

	Diciembre		Mayo	
	1987	1988	1987	1988
A. Depósitos en cta. corriente	25.9	26.4	24.9	24.7
B. Depósitos de Ahorro	13.5	12.9	11.1	10.7
C. Certificados de Depósito a Término	24.5	21.8	25.4	23.7
1. Bancos	20.7	18.0	21.1	19.0
2. Corpor. Financieras	3.8	3.8	4.3	4.7
D. Depósitos CAV	27.7	30.2	29.7	32.3
E. Captación Ctas. de Financ. Comercial	5.1	6.0	6.0	6.2
F. Cédulas Hipotecarias	3.3	2.7	2.9	2.3
TOTAL	100.0	100.0	100.0	100.0

¹ Incluye Títulos Canjeables de Res. 66/86 y Res. 72/88.

² Incluye contrapartidas de operaciones en moneda extranjera y títulos canjeables de Fedecafé, reaseguradoras, bancos y corfin.

Fuente: Banco de la República y cálculos de FEDESARROLLO.

Cuadro 15
COLOCACIONES DE LOS PRINCIPALES INTERMEDIARIOS FINANCIEROS
Variación año completo

	1987 Diciembre	1988		1989 Mayo
		Junio	Diciembre	
I. Bancos comerciales	36.7	29.0	24.8	25.9
A. Carteras ^a	n.d.	30.4	26.2	27.2
B. Otras colocaciones	n.d.	7.3	-7.4	-89.2
II. Corpor. ahorro y vivienda	26.1	17.3	27.2	39.7
A. Cartera	26.1	25.4	26.5	26.4
B. Otras colocaciones	d.i.	d.i.	i.i.	i.i.
III. Corporaciones financieras	41.3	46.0	30.8	33.0
A. Cartera	41.8	47.3	34.7	43.6
B. Otras colocaciones	36.2	29.0	-15	-71.4
IV. Clás. Fto. comercial	36.1	42.7	58.3	27.6
A. Cartera	44.3	56.3	66.3	29.2
B. Otras colocaciones	-3.1	-28.6	1.3	0.0
V. Total (I + II + III + IV)	33.8	27.8	28.0	30.8
A. Cartera	35.8	31.8	29.2	28.8
B. Otras colocaciones	-1.2	-27.6	-2.0	21.0

^a A partir de 1987, incluye deudores varios que antes se clasificaban en 'otras colocaciones'".

d.i. decremento infinito

i.i. incremento infinito

Fuente: Banco de la República.

Cuadro 15), siendo las corporaciones financieras los intermediarios más dinámicos en este sentido.

El comportamiento estacional de estos agregados, como se explicó en detalle, también fue muy diferente al observado en 1987, año en que las autoridades trataron explícitamente de repartir en forma más equitativa el incremento de M1 a lo largo del año. En 1988, el 98.2% del incremento de M1 se produjo en el último trimestre, en contraste con el 79% observado en 1987.

B. Experiencia durante el primer semestre de 1989

Aparte del desmonte del control administrativo de las tasas de interés, la característica más sobresaliente en el campo monetario y crediticio durante los primeros cinco meses de 1989 ha sido una relativa "normalización" del comportamiento estacional de algunos indicadores monetarios. A diferencia del año anterior, durante el primer trimestre de 1989 la base monetaria y el efectivo mostraron su tradicional descenso con respecto a di-

ciembre. Esto se puede apreciar en las bajas tasas de crecimiento anual de la base en ese trimestre (Gráfico 6).

1. Fuentes de crecimiento de la Base Monetaria

Al contrario de lo que sucedía a comienzos del año pasado, aquellos componentes de la base monetaria que están más sujetos al control de las autoridades (como las OMA o el crédito de fomento) se comportaron en forma expansionista en los primeros meses de 1989, mientras que aquellos que dependen de las fuerzas que operan en el mercado de crédito de los intermediarios (como las disponibilidades del sector financiero en el Banco de la República) fueron fuentes importantes de contracción. Es así como en el mes de mayo, el saldo de los títulos del Banco de la República correspondientes a las OMA experimentó una reducción del 9% y el crédito primario al sector privado no financiero aumentó en 39% con respecto al mismo mes del año anterior. En contraste, el crédito neto al sector financiero¹² se redujo en 7%, debido principalmente al aumento de las disponibilidades del FAVI (que crecieron en un 380% en año completo).

Al igual que en los primeros meses de 1988, el sector externo contribuyó poco a la expansión de la base. Debido a la caída en el valor en dólares de las reservas internacionales, su valor en pesos aumentó a un ritmo inferior a la tasa de devaluación. A su vez, los depósitos previos al giro (que contraen la base) registraron un incremento sustancial (del 38% anual en el mes de mayo), en gran parte debido al aumento del cupo para importaciones autorizado por la Junta Monetaria.

El crédito neto concedido por el Banco de la República al sector público como un todo (deduciendo los pasivos no monetarios del Banco Central con la tesorería y otras empresas del sector público), presentó en el mes de mayo una tasa de expansión de sólo 17% anual, inferior a la inflación. Además, para mediados del año, dado el comportamiento estacional de la cuenta de la tesorería asociado con el recaudo de impuestos, se espera una contracción monetaria importante por esta fuente.

2. Aumento en la liquidez secundaria y comportamiento de las tasas de interés

A diferencia del dinero primario, la liquidez secundaria y los cuasidineros mostraron tasas de crecimiento relativamente altas y crecientes en los primeros cinco meses de 1989 (Gráfico 6). En contraste con el año anterior, además, no parece haber indicios de falta de liquidez en el sistema financiero. En lo referente al sistema bancario, los siguientes hechos son evidencia de ello: por un lado, la posición de encaje en la gran mayoría de los bancos ha estado mostrando casi en forma permanente saldos positivos desde enero¹³. Por otro lado, no se ha presentado una oferta importante de títulos por parte del sistema financiero en el mercado de REPOS, y por el contrario, ha aumentado su demanda por títulos de muy corto plazo en el Banco de la República; es así como el saldo promedio semanal de títulos de participación de 15 y 7 días en poder del sector financiero ha sido del orden de \$9.500 millones durante febrero-mayo y en mayo 27 dicho saldo registró un valor de \$17.000 millones¹⁴, cifra

13 Entre febrero y marzo, la posición semanal de encaje (con Carry-Over) ha sido del orden de \$10.000 millones.

14 Fuente: Banco de la República –Depto. de Fiduciaria y Valores.

12 Sin incluir el aumento en la inversión de títulos de fomento.

que equivale al 5% del flujo anual de la cartera.

La presencia de excesos de liquidez que sugieren las cifras anteriores puede ser interpretada como el resultado de una mayor disponibilidad de recursos por parte de los bancos y de una menor demanda por crédito generada por el deterioro de la actividad del sector real de la economía. Adicionalmente, la demanda por crédito del sistema financiero puede haberse disminuido por cuanto las empresas han recurrido en forma creciente a la emisión directa de bonos de largo plazo como mecanismo de financiación. Es así como el saldo de estos bonos ascendió a \$19.000 millones a finales de mayo según cifras divulgadas por el Superintendente Bancario¹⁵.

Por otra parte, sin embargo, la existencia de excesos de liquidez parece incompatible con el hecho de que, a pesar de un descenso en la tasa de inflación, las tasas de interés nominales mostraron nuevamente tendencias alcistas a partir del levantamiento de los controles en el mes de enero (Gráfico 8). Una posible explicación de esta paradoja es que los excesos de liquidez son percibidos por los bancos como recursos puramente temporales y no constituyen por lo tanto una presión para bajar las tasas de interés. Ello puede deberse en parte a que los bancos hayan decidido mantener activos muy líquidos por razones precautelativas, previendo el pago a la tesorería de los impuestos que a partir de 1988 son recaudados por ellos. Además, el mantenimiento de encajes

efectivos superiores a los niveles requeridos, por parte del sistema bancario, puede haber sido estimulado por normas recientes que han tendido a hacer más rentable estar sobreencajado.

En cualquier caso, la tendencia alcista de las tasas de interés a lo largo de 1989 y sus altos niveles actuales, en términos reales, resultan preocupantes. Al menos en parte, estos fenómenos reflejan la existencia de un grave problema estructural en el sistema financiero que no permite que el mercado funcione en la forma deseable. Este hecho, atribuible al poder oligopólico de los bancos y del sistema financiero en general, merece una mayor atención por parte de las autoridades de la que ha tenido hasta el momento. En este sentido, son bienvenidas las medidas y propuestas recientemente hechas por el Superintendente Bancario¹⁶ para inducir un mayor grado de competencia y eficiencia dentro del sistema. En adición a los mayores requisitos legales de capitalización impuestos a los intermediarios, sería bueno, por ejemplo, crear un sistema de "bonificaciones" (en términos de liquidez, o menores costos de encaje) que premie a aquellos bancos que hagan un mayor esfuerzo por reducir sus costos de operación y, con ellos, las tasas de interés.

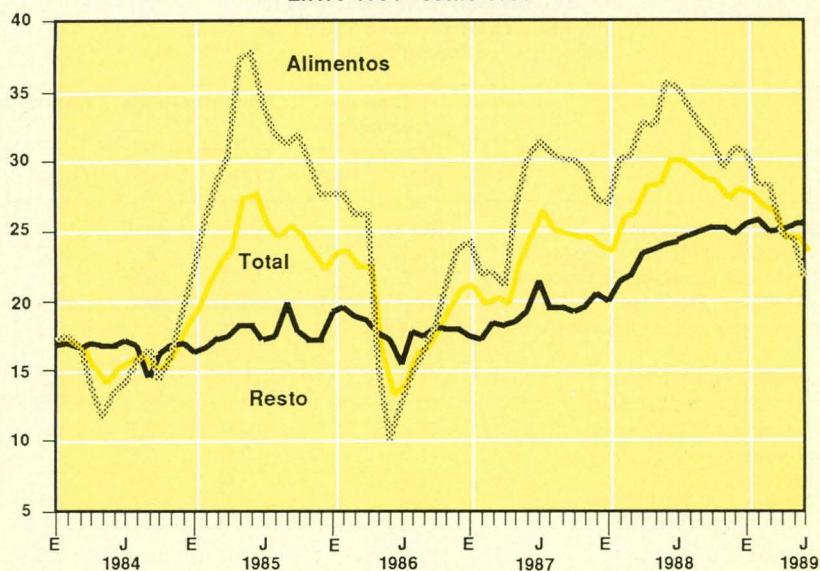
VI. PRECIOS Y SALARIOS

El pronunciado ciclo de aceleración y posterior desaceleración de la inflación observada en los últimos años se puede apreciar en el Gráfico 10. La tasa de crecimiento anual de los precios al consumidor ascendió desde 13% en junio de 1986 hasta 30% en el mismo mes de 1988, para después descender hasta ubicarse en 23.6% en junio de 1989.

15 Véase el documento presentado en la XXVI Convención Bancaria de Instituciones Financieras: Martínez, Néstor Humberto, "Retos presentes y futuros del sistema financiero colombiano: Estrategias en busca de la competitividad", mayo 25 de 1989.

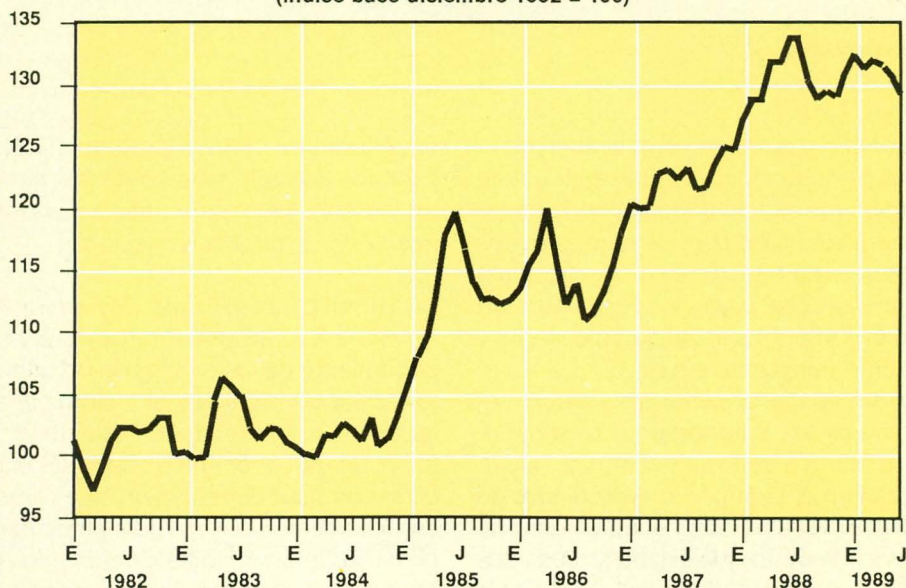
16 Véase Martínez N. Néstor Humberto. *Op.Cit.*

Gráfico 10
TASAS DE CRECIMIENTO ANUALES DE LOS PRECIOS AL CONSUMIDOR
Enero 1984 - Junio 1989



Fuente: DANE y cálculos de FEDESARROLLO

Gráfico 11
PRECIOS RELATIVOS DE LOS ALIMENTOS AL CONSUMIDOR
(Índice base diciembre 1982 = 100)



Fuente: DANE y cálculos de FEDESARROLLO

Cuadro 16
TASAS DE CRECIMIENTO DEL INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
SEGUN SECTORES DE ORIGEN
Periodo enero-mayo 1988-1989
(Porcentajes)

	Tasa de crecimiento		Ponderaciones		Contribuciones	
	1988	1989	1988	1989	1988	1989
1. Productos agropecuarios	20.1	13.7	55.6	33.8	10.9	4.6
a. Agropecuarios sin procesar	24.7	17.0	19.9	8.7	4.8	1.5
b. Avícolas y ganaderos procesados	12.6	11.7	16.8	13.3	2.1	1.6
c. Agrícolas Procesados	22.0	13.0	18.6	10.4	4.0	1.4
d. Otros productos alimentos	13.1	16.1	0.3	1.5	0.0	0.2
3. Productos Industriales	11.9	12.9	15.5	30.3	1.8	3.9
a. Textiles y confecciones	10.6	9.3	2.9	8.1	0.3	0.8
b. Cuero y calzado	7.0	8.2	1.6	2.2	0.1	0.2
c. Tabacos	11.3	19.0	0.9	0.8	0.1	0.1
d. Bebidas	11.4	11.5	1.4	2.4	0.2	0.3
e. Otros	13.3	15.2	8.8	16.8	1.1	2.6
4. Servicios	11.6	14.1	28.8	35.9	3.3	5.1
a. Arrendamientos	7.6	9.9	12.9	20.1	1.0	2.0
b. Estatales	10.4	15.8	6.4	5.5	0.7	0.9
c. Personales	12.8	18.4	3.2	3.5	0.4	0.7
d. Enseñanza, cultura y esparc.	26.4	24.0	3.7	3.3	1.0	0.8
e. Transporte	11.2	21.6	2.5	3.4	0.3	0.7
f. Otros Servicios	n.d.	39.0	n.d.	0.0	n.d.	0.0
Total	16.6	13.6	100.0	100.0	16.6	13.6

Fuente: DANE.

El Gráfico 10 también permite apreciar la forma como el ciclo del índice global de inflación fue explicado fundamentalmente por lo sucedido con los precios de los alimentos. La tasa de crecimiento anual de estos precios pasó de apenas 10% en junio de 1986 a 35.6% en junio de 1988 y se redujo nuevamente hasta 21.5% en el mismo mes del presente año. La consecuencia de ese comportamiento sobre el precio relativo de los alimentos se puede apreciar en el Gráfico 11. A mediados de 1988 ese precio relativo se ubicó un 20% por encima de lo que estaba a mediados de 1986, cuando ya se hallaba más de un 10% por encima de su nivel de 1982.

Entre junio de 1988 y junio de 1989, en cambio, el precio relativo de los alimentos no sólo dejó de aumentar sino que manifestó una ligera reducción.

Tal como lo ha analizado *Coyuntura Económica* en varias oportunidades, el comportamiento de los precios de los alimentos, y por consiguiente el ciclo de aceleración y desaceleración reciente de la inflación global del IPC, puede ser explicado con base en fenómenos de carácter esencialmente sectorial (en particular el clima, las importaciones de alimentos y la política agropecuaria). Resultan poco convincentes, por ello, los argumentos

según los cuales fue un exceso de demanda agregada en la economía el que generó la aceleración de la inflación hasta mediados de 1988 y ha sido la política monetaria contraccionista la que ha reducido esa inflación en el período más reciente.

Como se aprecia en el Gráfico 11, la tasa de inflación correspondiente a los productos no alimenticios de la canasta familiar ascendió en forma continua a lo largo de 1988, pasando de 20% al comenzar ese año a cerca de 25% en el mes de diciembre. En 1989, el proceso de ascenso de esa tasa se ha interrumpido, impidiendo que se supere el umbral de 26%, pero no se ha revertido, al menos hasta el mes de junio.

En el Cuadro 16 se presenta el comportamiento de los precios en los primeros cinco meses de 1989, comparado con el de los mismos meses del año anterior, según sectores de origen de los distintos artículos de la canasta familiar. Desafortunadamente, las comparaciones entre estos dos años se ven alteradas por cuanto la canasta utilizada por el DANE para el cómputo del IPC cambió en forma impor-

tante en diciembre de 1988 (ver diferencias en las ponderaciones en el Cuadro 16). Es claro, sin embargo, que la reducción en la tasa de crecimiento de los precios durante esos cinco meses, desde un 16.6% en 1988 hasta un 13.6% en 1989, es íntegramente explicada por una drástica reducción en el crecimiento de los precios de los productos agropecuarios. En particular, los agropecuarios sin procesar pasaron de crecer en casi 25% entre enero y mayo de 1988 a hacerlo en 17% en los mismos meses de 1989, a la vez que los agrícolas procesados redujeron sus ritmos de crecimiento de 22% a 13%. En cambio, tanto los productos industriales (con la única excepción de textiles y confecciones) como los servicios, vieron incrementar sus precios en mayor proporción en los primeros cinco meses de 1989 que en los meses correspondientes del año anterior.

El comportamiento anterior resulta paradójico, a primera vista, frente a la contracción monetaria y al deterioro en condiciones de demanda por productos industriales observados en el último año. Sin embargo, una posible explicación de

Cuadro 17
TASAS ANUALES DE CRECIMIENTO DE LOS SALARIOS REALES
(Variaciones porcentuales del salario real promedio de cada trimestre con respecto al del mismo trimestre del año anterior)

	1988/1987				Acumulado	1989/ 1988
	I	II	III	IV		I
Salario mínimo legal	-0.29	-3.12	-3.58	-2.43	-2.42	-0.14
Salarios empleados industriales	0.46	0.06	-0.46	0.77	0.21	0.20
Salarios obreros industriales	-0.19	-1.13	-3.62	-0.62	-1.40	-1.67
Salarios empleados del comercio	2.53	1.21	-1.34	-1.99	0.02	-5.25
Salarios construcción	-1.84	-5.08	-3.21	-0.95	-2.78	2.72
Jornales agrícolas	7.00	5.00	1.93	0.50	3.54	
Jornales ganaderos	6.65	3.38	1.51	0.75	3.14	

Fuente: DANE y cálculos de FEDESARROLLO.

los mayores incrementos en los precios de los bienes industriales y de los servicios, en el período reciente, radica en que varios elementos de costo, como los salarios nominales y la tasa de cambio, crecieron a ritmos particularmente acelerados. De hecho, a fines de mayo, la tasa de devaluación nominal del peso en año completo era de 27.5%. Además, aunque los salarios de la industria y el salario mínimo legal cayeron en términos reales entre los primeros trimestres de 1988 y 1989 (ver Cuadro 17), sus ritmos de crecimiento nominales fueron considerablemente superiores a los que traían un año antes.

Bajo la hipótesis planteada, la tasa de cambio y los salarios nominales, entre otros elementos de costo, se convirtieron en *factores de propagación* hacia otros

sectores de las presiones inflacionarias inicialmente inducidas por el comportamiento de los precios de los alimentos. Es de esperar, sin embargo, que en la medida en que el ritmo de crecimiento de estos últimos precios se mantenga en niveles reducidos en el futuro cercano, ello también se transmita hacia los otros sectores a través de menores ritmos de devaluación nominal y menores aumentos de los salarios nominales. Presumiblemente, el proceso de transmisión de la desaceleración de la inflación hacia los sectores industriales y de servicios será coadyuvado por la restricción monetaria y por la pérdida de dinamismo de la demanda agregada. Sería deseable, sin embargo, que estos últimos factores no tuvieran que actuar activamente en el proceso, causando situaciones de recesión en las actividades productivas.