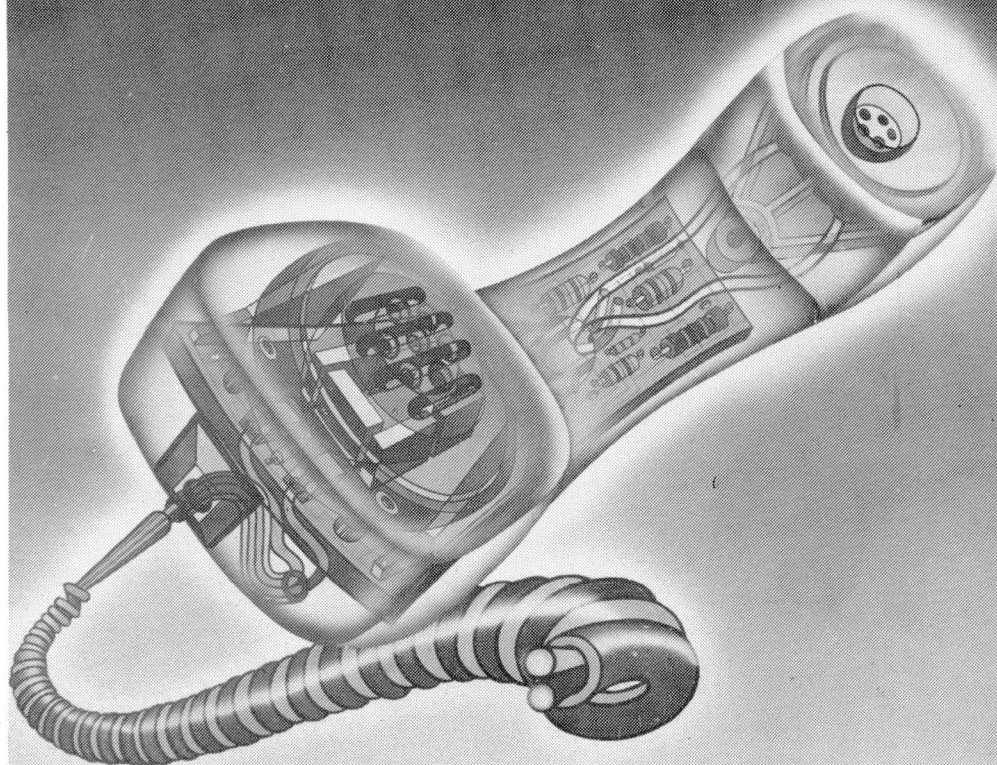


Análisis Coyuntural



ERICSSON la ciencia de comunicarse con la tecnología del futuro!

Cuando Ericsson nació, nacieron las comunicaciones, fué el comienzo de una nueva ciencia, la ciencia de comunicarse con la tecnología del futuro, que marcó la historia de nuestro progreso desde 1876 hasta nuestros días.

Ericsson de inmediato se vinculó al crecimiento de las telecomunicaciones aportando nuevos conceptos de telefonía tanto públicas como privadas, dirigidas a servirle eficientemente a la oficina del futuro.

Hoy, Ericsson es la única empresa con respaldo de fábrica en Colombia y con la primera línea en tecnología digital de telecomunicaciones. Su gente, sus servicios y sus equipos se rigen por la filosofía de "cero errores" marcando así la calidad de Ericsson.

Comuníquese con la tecnología del futuro. Llámenos, comunicarse con nosotros es un buen negocio!

ERICSSON 
la calidad y la tecnología para el futuro

•BOGOTÁ: TEL.2629400•CALI: TEL.685052•MEDELLÍN: TEL.322122•BARRANQUILLA: TEL.343168•BUCARAMANGA: TEL.27226•MANIZALES: TEL.25790
•CARTAGENA: TEL.4477•IBAGUÉ: TEL.34851•SOGAMOSO: TEL.3257•PASTO: TEL.431•SAN ANDRÉS (ISLAS): TEL.5886•PEREIRA: TEL.51244

Actividad Económica General

I. EL COMPORTAMIENTO DE LA ACTIVIDAD ECONOMICA

A. Industria y comercio

Descontadas las variaciones estacionales normales, los niveles de producción industrial hasta el mes de mayo se mantenían virtualmente inmodificados en relación con los cinco últimos meses de 1984, confirmando así las predicciones de *Coyuntura Económica* en su entrega de abril, y evidenciando la persistencia del estado de estancamiento en que se ha mantenido la economía. Si bien los índices de producción manufacturera muestran un repunte en el mes de mayo, este crecimiento simplemente permitió revertir el deterioro sufrido por la producción en los meses anteriores del año.

Aún así, los niveles de producción industrial han tenido un comportamiento relativamente favorable cuando se los compara con la evaluación del gasto exógeno. Esta variable ha experimentado abruptas fluctuacio-

nes y una tendencia descendente desde el tercer trimestre de 1984, en reflejo del manejo que ha recibido el gasto público, el cual constituye su principal componente. En efecto, las dificultades de financiamiento del gobierno, primero, y la política de recorte y aplazamiento de los gastos de inversión, después, han producido dos ciclos pronunciados y de corta duración en el gasto exógeno desde mediados de 1984. Sin embargo, estas fluctuaciones no se han sentido con igual fuerza en la situación de la demanda agregada debido, principalmente al papel compensatorio que ha tenido el gasto en importaciones.

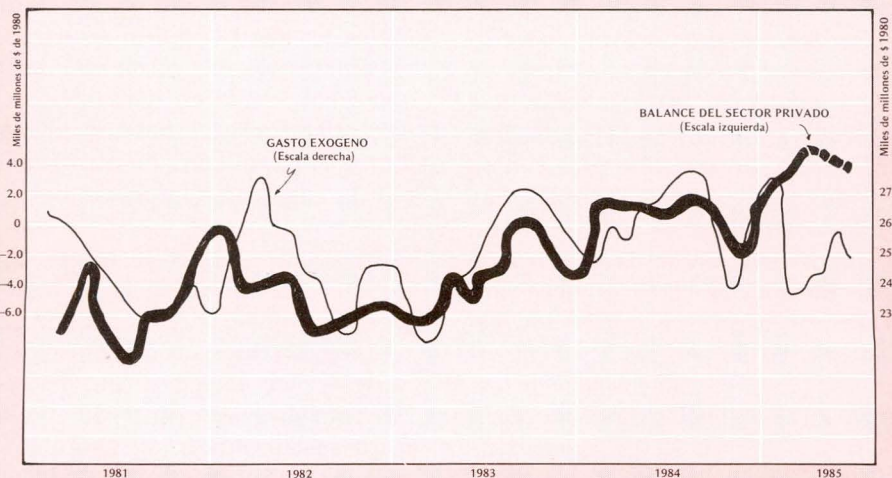
Para comprender la influencia de las importaciones en la demanda agregada conviene recordar que el gasto exógeno mide únicamente los estímulos o "inyecciones" que favorecen la demanda, pero no tiene en cuenta los desestímulos o "filtraciones" que se producen, por ejemplo, por las importaciones o el pago de impuestos, los cuales reducen la capacidad de gasto en bienes nacionales por parte

de los agentes económicos. El indicador de gasto exógeno que se utiliza en los análisis de *Coyuntura Económica* incluye el poder de compra interno del gasto público, de las exportaciones menores y de la cosecha cafetera, que constituyen los principales ingresos que recibe el sector privado de los otros sectores, vale decir del gobierno central y el sector externo. Por consiguiente, una vez se deducen de dicho indicador el pago de impuestos y las importaciones —que constituyen a su vez los principales pagos del sector privado a los demás sectores—, se obtiene un “balance del sector privado” que refleja de manera aproximada la situación neta de la demanda de los sectores productivos.

El Gráfico I-1 permite apreciar que, usualmente, dicho “balance del

sector privado” tiene un comportamiento muy semejante al indicador de “gasto exógeno”. Sólo cuando el poder de compra del gasto en importaciones o el pago en impuestos tienen cambios sustanciales, estas dos variables muestran comportamientos disímiles. Tal cosa ha ocurrido en los cuatro primeros meses de 1985, debido a la evolución de las importaciones efectivas de bienes. La contracción que han experimentado las compras externas es el resultado de un conjunto de factores que se analizan en el capítulo sobre Sector Externo de esta entrega. Sin embargo, cabe destacar entre ellos la menor concesión de licencias de importación, especialmente a partir de marzo de 1984, y el anuncio de la introducción del gravamen del 80% a partir de enero de 1985, que indujo a adelantar las importaciones en los últi-

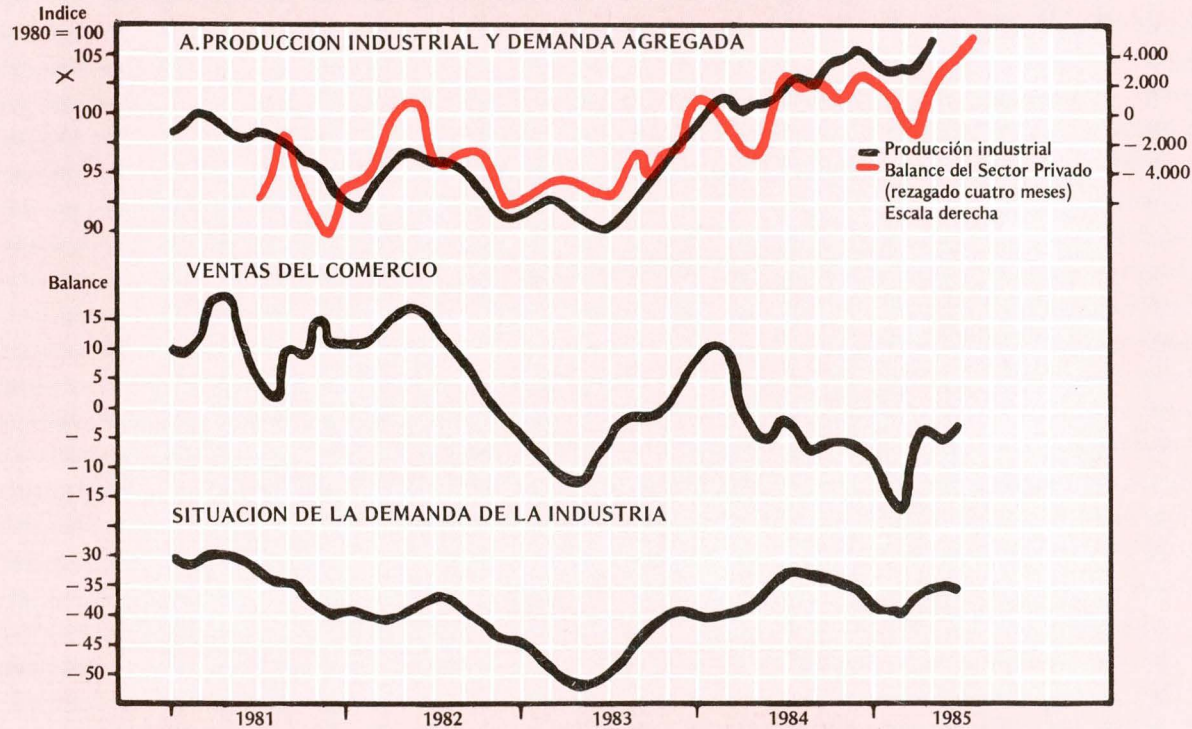
GRAFICO I-1
INDICADORES DE LA DEMANDA AGREGADA



Fuente: Cálculos de FEDESARROLLO con base en estadísticas del DANE y Banco de la República. Series mensuales desestacionalizadas y suavizadas.

GRAFICO I-2

DETERMINANTE DE LA ACTIVIDAD ECONOMICA URBANA



Fuente: Muestra Mensual Manufacturera del DANE, Encuesta de Opinión Empresarial (datos desestacionalizados y suavizados)

mos meses de 1984. La reducción de las importaciones ha implicado una reasignación del gasto a favor de bienes nacionales, que ha permitido contrarrestar el efecto depresivo del menor gasto exógeno sobre la demanda, contribuyendo a mantener los niveles de actividad industrial.

Según se observa en el Gráfico I-2, las fluctuaciones de la demanda, medida a través del "balance del sector privado", se han manifestado claramente y con muy poco rezago en la evolución de las ventas del comercio, y posteriormente, con un retardo de aproximadamente cuatro meses, en los niveles de actividad industrial. Sin embargo, dentro de este patrón de comportamiento cíclico el sector comercio se ha visto además afectado por una tendencia más permanente de contracción, que ha sido persistente desde fines de 1983. El debilitamiento de la actividad comercial aparece primero asociado a los problemas de abastecimiento sufridos por el sector importador, pero luego se generaliza también al sector no importador, evidenciando una pérdida de capacidad de intermediación de todo el comercio. Este fenómeno no se explica por cambios en la composición de la demanda, ya que las producciones industriales más dinámicas desde 1984 incluyen aquéllas donde son más elevados los márgenes de comercialización, tales como químicos y algunos subsectores de consumo no duradero. La disminución de actividad comercial debe asociarse más bien con fenómenos tales como la generalización de las ventas directas de fábrica, la pérdida de intermediación en las importaciones con destino al sector industrial y, en particular, con el resurgimiento del comer-

cio informal, al cual ha acudido masivamente la fuerza de trabajo no absorbida por el mercado laboral organizado. La expansión del comercio informal se ha efectuado así a costa del volumen de intermediación en el comercio organizado, como lo reflejan las estadísticas, las cuales se refieren a este último.

El Gráfico I-2 revela también que la influencia de la variable de ventas del comercio sobre la situación de la demanda de la industria ha sido apreciable, pero menos estrecha. La mayor estabilidad que ha tenido la demanda percibida por la industria se debe a la conjunción de varios factores amortiguantes. La disminución en los inventarios de materias primas, especialmente de insumos importados, que ocurrió desde mediados de 1983, redujo la capacidad de respuesta de los industriales a las variaciones de los pedidos, llevándolos a acumular órdenes de producción y a mantener demandas insatisfechas. Este efecto estuvo además reforzado por la falta de confianza en la continuidad de la recuperación, lo que llevó a retrasar los enganches de personal y las expansiones de capacidad productiva. Estos factores suavizaron así el impacto de las variaciones de demanda agregada sobre la producción industrial (Gráfico I-2-A). Sin embargo, su poder amortiguador ha venido debilitándose en el curso de 1985, ya que ha mejorado la situación de abastecimiento de materias primas y las expectativas de los empresarios, lo cual ha llevado a una ligera disminución en los niveles de pedidos por atender y a un aumento en las existencias de productos terminados hasta niveles que en varios sectores se consideran ya suficientes.

En estas nuevas circunstancias será mayor la vulnerabilidad de la industria a las fluctuaciones de la demanda agregada en el futuro. Considerando el rezago normal de cuatro meses entre esta última variable y el nivel de producción industrial, puede afirmarse que ya están en gran medida determinados los resultados del sector en 1985. Dada la tendencia descendente del gasto exógeno y el aumento en términos de poder de compra interno de las "filtraciones" por importaciones y por impuestos desde el segundo trimestre de 1985, no es previsible que se registren aumentos en la producción sobre el nivel promedio alcanzado hasta el pasado mes de mayo, con lo cual el año concluiría con un crecimiento del orden del 2.50/o en relación con 1984.

B. Sector Agropecuario

Los estimativos de producción en las actividades agrícolas y pecuarias señalan que 1985 concluirá como un año de relativo estancamiento agropecuario. Según estadísticas del Ministerio de Agricultura, el subsector más afectado por las tendencias desfavorables de la producción ha sido el de cultivos semestrales, que en conjunto disminuyen en un 3.50/o, debido principalmente a las menores cosechas de papa, sorgo y maíz, que no resultan compensadas por el dinamismo experimentado por los cultivos de algodón, cebada, trigo y ajonjolí. Más alentadores han sido los resultados del grupo de cultivos permanentes, cuyo crecimiento se situará por encima del 70/o, o aún más alto, dependiendo del desempeño final de la caña de azúcar. Este producto ha venido recuperándose de la abrup-

ta caída que sufrió en 1984 (12.70/o), al punto que podría concluir el año con niveles de producción semejantes a los de 1983. Junto con la caña de azúcar, la yuca y el plátano son los cultivos permanentes de mayor contribución al crecimiento del subsector.

Teniendo en cuenta el crecimiento aceptable de frutales y hortalizas, calculado en un 5.20/o, el aumento de la producción agrícola sin café podría situarse alrededor del 2.70/o, tasa ligeramente inferior a la alcanzada en 1984 (3.40/o). Sin embargo, al incluir café, el desempeño del sector agrícola será muy superior al del año anterior. Debe recordarse que la producción del grano sufrió una disminución del 15.90/o en 1984, afectando notablemente el agregado de la actividad agrícola, cuya tasa de variación fue negativa en 1.20/o. Aunque aún existe alguna incertidumbre sobre el volumen de la cosecha cafetera en los últimos meses del año, se estima que, en todo caso, tendrá lugar una recuperación parcial de la producción, con un crecimiento que puede situarse entre el 50/o y el 80/o. Si se considera la menor de estas cifras, el aumento de la producción agrícola en 1985 sería del orden del 3.10/o.

El comportamiento relativamente favorable de todo el sector agrícola contrasta sin embargo con el pobre desenvolvimiento que han tenido las actividades pecuarias en el presente año. En contra de las predicciones efectuadas con base en la evolución del ciclo ganadero, que sugerían una gran dinámica en el degüello, las estimaciones más recientes indican que el volumen de sacrificio tan sólo ha-

brá crecido en 10/o al concluir el año, resultado en el cual parecen haber tenido influencia factores de clima, algunos problemas de sanidad y la desviación de parte de la oferta hacia la exportación en pie. La falta de dinamismo ha afectado de forma aún más severa a las otras producciones pecuarias, con lo cual se prevé que el subsector arrojará un crecimiento prácticamente nulo en año completo (0.30/o).

En síntesis, el conjunto de las actividades agropecuarias mostrará al final de 1985 un crecimiento moderado, no muy superior a la cifra del 20/o prevista como alternativa alta por *Coyuntura Económica* a principios del año.

C. Construcción

Los indicadores sobre la actividad constructora de los meses recientes han confirmado las tendencias previstas por *Coyuntura Económica* en su última entrega, consistentes en un fortalecimiento de la edificación privada de vivienda y una virtual parálisis en la construcción pública. Los altos niveles de captación de recursos por parte de las corporaciones de ahorro y vivienda se mantuvieron a lo largo de todo el primer semestre del año, y posteriormente se vieron reforzados con una gran afluencia de fondos en el mes de julio. Al concluir agosto, el saldo de captaciones netas era así superior en 49.30/o al de doce meses atrás. La abundancia de recursos le ha permitido a las CAV aumentar sus desembolsos efectivos de recursos a lo largo del año, de suerte que deduciendo los incrementos de los costos de edificación de vivienda, los préstamos en valores constantes

entregados en los ocho primeros meses de 1985 resultan superiores en un 6.20/o a los de igual período de 1984. Aunque los excedentes de recursos en el FAVI se han reducido ligeramente, las perspectivas sobre disponibilidades continúan siendo favorables para el resto del año, en contraste con lo ocurrido el año anterior, de forma que el crecimiento de los préstamos en términos reales podrá ser aún mayor al concluir 1985.

El panorama para el resto del sector de edificación es mucho menos alentador, debido tanto a la restricción al gasto público, en actividades de inversión, como a la situación financiera del ICT, según fue analizado en la pasada edición de esta revista. Aunque se han tomado medidas que autorizan la colocación de nuevos bonos de financiamiento para el Instituto y que le eximen de la obligación de invertir en TAN, es improbable que ello se traduzca en una pronta reactivación de los planes de construcción popular.

En el agregado, la parálisis de la construcción pública parece estar primando sobre la reactivación de la edificación privada. Así lo confirma la evolución reciente de las licencias de construcción y de las ventas de cemento para el mercado doméstico. Al mes de junio, el área autorizada para construcción continuaba por debajo de la del año anterior en 11.20/o, en tanto que el consumo aparente de cemento, estimado a partir de las estadísticas de producción y exportaciones aprobadas en el primer semestre, señalaba reducción del 9.20/o.

La inexistencia de indicadores adecuados sobre construcción pública y

obras civiles impide llegar a un estimativo del comportamiento de todo el sector. Sin embargo, la evidente disminución en los ritmos de inversión en el sector vial y eléctrico permiten asegurar que la inactividad no es exclusiva a la edificación de vivienda y que el conjunto del sector de la construcción mostrará tasas negativas de crecimiento en 1985.

D. Proyecciones del PIB para 1985

En el Cuadro I-1 se revisan las proyecciones de FEDESARROLLO en materia de crecimiento económico para 1985, teniendo en cuenta las tendencias recientes de los diferentes sectores productivos. Las proyecciones iniciales, presentadas en la entrega de abril de esta revista, se reproducen en las primeras columnas del Cuadro. Según se estimaba entonces, el crecimiento del PIB podría situarse entre 1.10/o y 2.50/o, dependiendo de la magnitud y el poder expansivo de las principales fuentes de demanda. El crecimiento moderado sería común a la mayoría de los sectores, con la notable excepción de la minería, en tanto que el desempeño de los sectores de la construcción y la industria sería muy vulnerable a decisiones de política económica.

La evolución de la economía durante el primer semestre del año ha confirmado la situación general de debilidad del crecimiento económico. El deterioro de la actividad constructora ha sido mucho más profundo de lo que inicialmente se esperaba, mientras que la actividad industrial se ha mantenido prácticamente estancada con respecto a los niveles de los últimos meses de 1985. Sin embargo, el desempeño del sector agropecuario se ha visto favorecido

por la recuperación parcial de la producción de café, si bien ello no se reflejará en las exportaciones del grano, ni, por consiguiente, en el sector de trilla del café. El sector minero mostrará tasas más elevadas de crecimiento, como en efecto se esperaba, impulsando además la expansión de la rama de transportes.

En síntesis, el crecimiento del PIB para 1985 se situará alrededor del 1.80/o, tasa bien inferior a la del año anterior y que refleja, ante todo, la ausencia de dinamismo en las actividades urbanas, las cuales registrarán una expansión de sólo el 1.40/o.

E. Empleo y Salarios

El ritmo de creación de nuevas ocupaciones en las cuatro principales ciudades del país ha continuado superando el crecimiento de la población en edad de trabajar, de forma que los coeficientes de ocupación han alcanzado su nivel más elevado de la presente década, superando incluso el pico registrado a principios de 1980, cuando la economía llegó a un punto muy alto de actividad, antes de entrar en recesión. Sin embargo, la creación de nuevos puestos ha sido insuficiente para contener el aumento del desempleo, que en julio pasado llegó también a niveles récord, de 14.70/o, para las cuatro principales ciudades del país.

Como lo ha analizado en otras oportunidades *Coyuntura Económica*, esta aparente contradicción se explica por las características de funcionamiento del mercado de trabajo urbano en un contexto recesivo. Como la generación de empleos estables y bien remunerados en estas circuns-

CUADRO I-1

ESTIMACIONES DEL CRECIMIENTO DE LOS SECTORES PRODUCTIVOS
1985

	Proyección inicial ¹		Proyección revisada
	Baja	Alta	
Agricultura, caza y pesca	1.5	2.0	2.1
Minería	15.0	18.0	17.0
Industria	0.5	3.0	2.0
— Trilla de café	— 1.2
— Resto	2.5
Construcción	0.0	2.0	— 4.0
Comercio	0.2	1.8	0.3
Transporte y comunicaciones	1.5	2.8	5.0
Establecimientos financieros	1.0	2.0	2.0
Servicios del gobierno	1.0	1.5	0.5
Otros servicios ²	2.6	3.2	2.8
TOTAL VALOR AGREGADO	1.3	2.7	2.1
Derechos sobre importaciones	— 6.0	— 4.0	— 6.5
Producto Interno Bruto	1.1	2.5	1.8

¹ Véase *Coyuntura Económica*, Vol. XV No. 1, abril de 1985, pp. 18-21.

² Incluye electricidad, gas, agua, alquileres de viviendas y servicios personales, *menos* servicios bancarios imputados.

Fuente: Cálculos FEDESARROLLO.

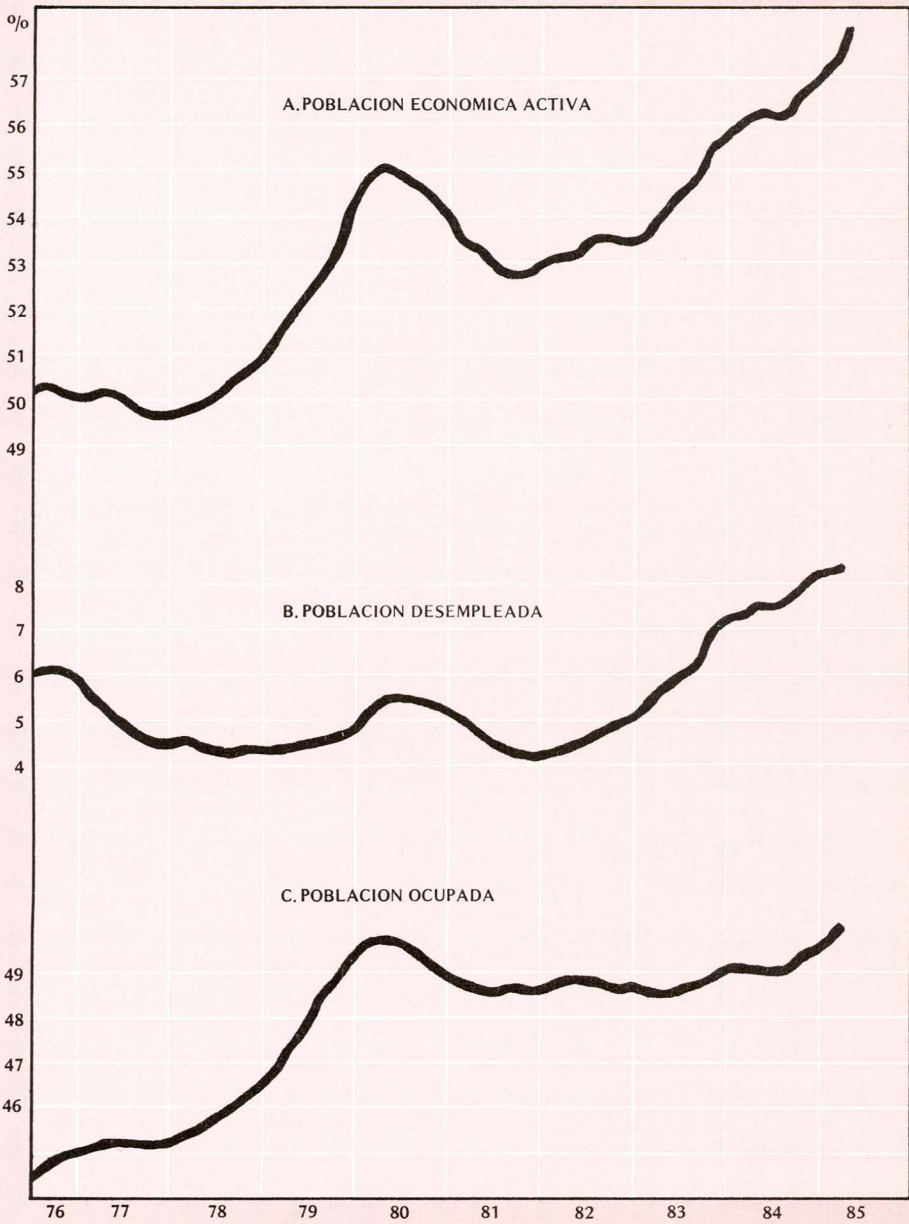
tancias es insuficiente para satisfacer las necesidades de ingreso de las familias, un número mayor de personas que de otra forma no realizaría actividades económicas, se incorpora a la fuerza de trabajo creando su propio empleo en ocupaciones informales o aceptando puestos inestables o mal remunerados. Las nuevas ocupaciones así generadas pueden en ocasiones compensar y aun sobrepasar la destrucción de empleos estables y bien remunerados, dando lugar incluso a aumento en los niveles de ocupa-

ción. Sin embargo, al mismo tiempo la tasa de desempleo aumenta, reflejando directamente el incremento en la cesantía y la debilidad de la demanda en los segmentos formales u organizados del mercado de trabajo.

La evolución de los indicadores del Gráfico I-3 muestra que esta descripción es consistente con lo ocurrido en el mercado laboral colombiano en los últimos años. Desde mediados de 1981 han aumentado en forma continua las tasas de participación y

GRAFICO I-3

INDICADORES DEL MERCADO DE TRABAJO
EN LAS CUATRO GRANDES CIUDADES



Fuente: DANE, datos desestacionalizados y suavizados. En todos los casos se refiere a la población en edad de trabajar.

de desempleo, en tanto que la proporción de la población en edad de trabajar que se encuentra ocupada ha registrado fluctuaciones de menor magnitud. Aunque estos comportamientos podrían atribuirse también a factores demográficos y educacionales que estarían impulsando la oferta laboral a un ritmo más acelerado que el de generación de nuevos empleos, la composición del desempleo no avala esta hipótesis, ya que el ejército de parados ha venido aumentando por un incremento de la cesantía, más que por la aparición de nuevos aspirantes al mercado de trabajo. Así las cosas, quienes se han incorporado a la fuerza de trabajo lo han hecho en su mayoría creando sus propias ocupaciones y no buscando empleo en los mercados organizados. En efecto, a pesar del aumento de la ocupación total, las estadísticas de empleo de carácter sectorial el pasado mes de abril señalaban reducciones del 0.90/o en industria y del 0.70/o en el comercio con respecto al año anterior, que son indicativas del comportamiento del empleo "pleno" en estos sectores. Por consiguiente, las nuevas ocupaciones se han generado, bien en empleos parciales o temporales en estos sectores, o en otras actividades económicas, principalmente en el sector de servicios donde, como es conocido, priman las ocupaciones informales.

Las estadísticas de empleo por ciudades continúan mostrando comportamientos muy disímiles. La expansión del número de puestos de trabajo que ocurrió entre marzo y julio de 1984 tuvo lugar enteramente en Bogotá y en Cali, ya que en Medellín y Barranquilla disminuyeron los empleos en términos absolutos. Sin embargo, el crecimiento de la población

económicamente activa en las diferentes ciudades se encuentra claramente relacionado con la evolución de los empleos, más que con los factores demográficos. Así, la muy alta tasa de expansión del empleo en Cali (7.30/o), aparece acompañada por un crecimiento igualmente extraordinario de la fuerza de trabajo (9.80/o), mientras que en Bogotá una expansión más moderada del empleo (2.60/o) se da junto con un crecimiento similar de la población económicamente activa (2.00/o). Por su parte, donde disminuyó el empleo, la fuerza de trabajo se expandió levemente, como en el caso de Barranquilla, o se contrajo también en términos absolutos, como sucedió en Medellín. De esta forma, los patrones observados en las series agregadas se manifiestan también en la evolución reciente de los indicadores de las diferentes ciudades, a pesar de la enorme heterogeneidad en la dinámica ocupacional.

El deterioro de las condiciones del mercado de trabajo organizado se ha manifestado también en el comportamiento de los salarios. Las cifras disponibles para el sector industrial muestran que, al concluir el primer trimestre de 1985, prevalecían las tendencias descendentes en las tasas de ajuste salarial. Los incrementos del orden del 300/o anual que fueron comunes a principios de los ochentas, empezaron a ceder gradualmente desde 1983, alcanzando niveles del 220/o en 1984, y tasas por debajo del 200/o en 1985. Como lo muestra el Gráfico I-4, el debilitamiento de los salarios se hizo más pronunciado precisamente cuando se produjo el aceleramiento de la inflación, evidenciando la escasa relación que existe

FE DE ERRATAS

Página No37

Gráfico I-4

Donde Dice:

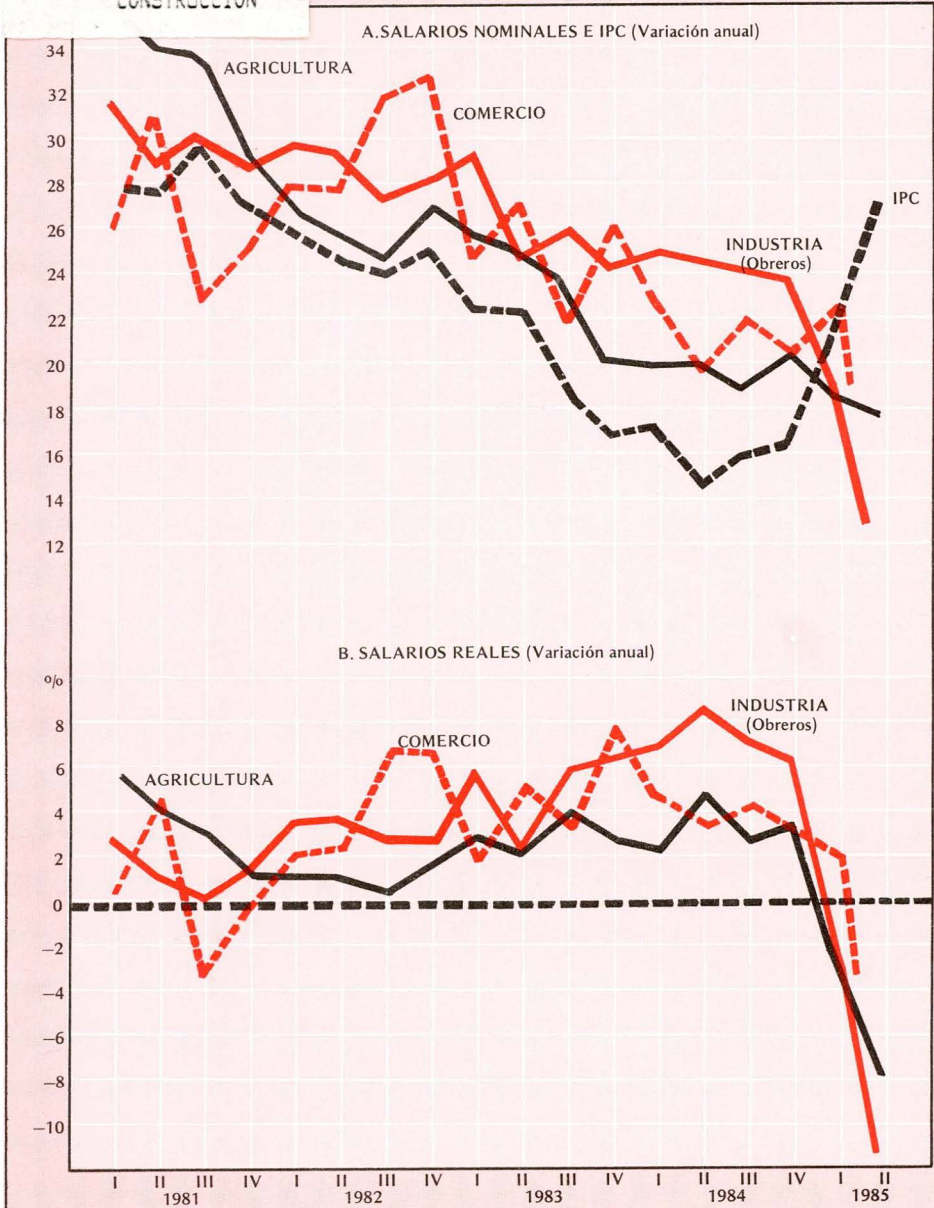
AGRICULTURA

Debe Decir:

CONSTRUCCION

GRAFICO I-4

DE LOS SALARIOS NOMINALES REALES



Fuente: DANE y cálculos FEDESARROLLO.

en el corto plazo entre ambas variables y revirtiendo la tendencia al mejoramiento de los salarios reales industriales, que se había presenciado desde iniciada la recesión. En efecto, el aumento de los salarios reales habría sido el resultado de una desaceleración más rápida de la inflación que de los salarios nominales, ya que éstos habrían tendido a moverse de una forma más inercial, afectada sólo por las variaciones de largo plazo de la inflación, y muy tenuemente por la situación del mercado laboral. El comportamiento de los salarios nominales en la industria en los últimos meses se ciñe a ese patrón, si bien en esta oportunidad la caída en el ritmo de los ajustes salariales ha sido más pronunciado que en el resto de la recesión.

El deterioro de los salarios reales en 1985 no ha sido exclusivo del sector manufacturero. También en la construcción los ritmos de crecimiento de los salarios nominales se han visto sobrepasados por las tasas de inflación recientes. No obstante, en este sector las tasas de ajuste salarial habían sido en el pasado mucho más sensibles al comportamiento de la inflación y al estado de la demanda laboral, lo que habría implicado aumentos relativamente menos importantes en el salario real. Por consiguiente, la pérdida de capacidad adquisitiva de los ingresos de los trabajadores de la construcción ha implicado un retroceso mayor que en el caso de los obreros de la industria. Sin embargo, en ambos casos puede afirmarse que el principal mecanismo de ajuste utilizado por los productores para adecuarse a las condiciones generales de demanda no han sido los salarios sino, esencialmente, el volumen y la calidad de los empleos ofrecidos. En

consecuencia, el deterioro de los salarios reales es sólo un indicador limitado del estado del mercado laboral.

II. EL SECTOR EXTERNO

Haber conjurado una eventual crisis cambiaria constituye el logro más importante de la política económica del actual gobierno. Los alarmantes drenajes de reservas que se venían presentando desde 1982 dejaron de ocurrir desde principios de 1985, aún antes de lo que permitiría prever la evolución de las diferentes transacciones externas del país. La liquidez internacional se ha estabilizado entre los US\$1.800 y US\$1.900 millones, niveles éstos que son suficientes para cubrir pagos equivalentes a más de cuatro meses de importaciones y que resultan comparables a los que se tenían hace una década, cuando se inició la bonanza cafetera.

El gobierno ha conseguido estabilizar la situación cambiaria cuando se encuentra en marcha un programa de ajuste cuyos principales componentes han sido el restablecimiento del valor real de la tasa de cambio de 1975 y la disminución del déficit fiscal, mediante el recorte del gasto y la ampliación de los ingresos tributarios. Con la aplicación de este programa el gobierno ha perseguido además reanimar la confianza de la banca internacional para obtener recursos frescos de financiamiento para el desarrollo de programas de inversión de los sectores público y privado. Sin embargo, la estabilización cambiaria no ha sido consecuencia del programa de ajuste ni se ha visto favorecida aún por ingresos externos originados en las nuevas contrataciones con la banca comercial. Su explicación se encuentra, más bien, en medidas de

control comercial y cambiario y en circunstancias fortuitas que han estimulado ciertos ingresos cambiarios.

La medida más eficaz en la corrección de los desequilibrios externos ha sido la restricción a las importaciones que fue aplicada con severidad desde marzo de 1984 y cuyos efectos favorables sobre los egresos cambiarios tardaron en sentirse, porque al mismo tiempo los importadores aceleraron los giros para prevenir aumentos abruptos en la tasa de cambio o una eventual situación de iliquidez externa. Por esta razón, sus efectos sólo vinieron a sentirse cuando se adoptó la medida complementaria de imponer plazos mínimos de giro para el pago de importaciones. En el último trimestre de 1984, recién expedida la norma, se difirieron pagos por una cuantía superior a los US\$200 millones, y al menos otro tanto ha sucedido en los dos trimestres siguientes. Como lo indican las respuestas de empresarios consultados por FEDESARROLLO el pasado mes de julio, la dificultad de obtener créditos comerciales más amplios no ha sido una restricción adicional de importancia para realizar las importaciones. En estas condiciones, la medida no ha implicado debilitar la producción doméstica, y en cambio sí ha inducido al sector privado a adquirir nuevos créditos externos. Por consiguiente, las resoluciones recientemente expedidas por la Junta Monetaria que reducen los plazos mínimos de giro no son claramente justificables.

En cuanto hace a los ingresos cambiarios corrientes, las medidas directas de mayor efectividad se relacionan con las operaciones financieras del sector cafetero y con las compras

de oro. En el primer caso, el gobierno exigió a la Federación suspender el proceso de cancelación de pasivos netos en el exterior, que en 1984 había sido del orden de US\$180 millones. En el segundo, se ha favorecido la producción y venta del oro al Banco Emisor con un sobreprecio equivalente al 300% del precio internacional. Los ingresos cambiarios por estos dos conceptos hasta mediar el mes de agosto superaban en más de US\$280 millones los acumulados hasta la misma época en 1984, explicando más de la cuarta parte del mejoramiento del balance comercial según las estadísticas cambiarias.

Por su parte, el balance total de servicios presenta un mejoramiento próximo a los US\$300 millones para el mismo período, que se explica en su mayor parte por el dinamismo de los ingresos por exportaciones de servicios que, como es sabido, son muy influidos por factores que escapan al control de las autoridades económicas. Es interesante señalar que el aumento de estos ingresos se ha dado a pesar de la aceleración de la devaluación, que aumenta el incentivo a desviar estas divisas hacia el mercado paralelo.

Las operaciones de financiamiento en la balanza cambiaria también han experimentado mejoría, arrojando un saldo favorable de US\$220 millones hasta el mes de agosto, que supera con creces el del año anterior (US\$46 millones), y que resulta básicamente de una contracción en el flujo de amortizaciones de capital privado y de los ingresos recibidos por el Banco de la República a cuenta del crédito de balanza de pagos otorgado por el Fondo Andino de Reservas.

En síntesis, el éxito en los esfuerzos de contención de la caída de reservas se debió a la continuidad de una diversidad de medidas de control, más que al programa de ajuste macroeconómico. Las directrices de este programa apuntaron más a satisfacer las exigencias de la banca internacional para ampliar la oferta de recursos externos que a afectar las condiciones determinantes del desequilibrio de la cuenta corriente o los movimientos de capitales privados. Con respecto a estos últimos, resultaron infundados los supuestos en que se basaban quienes sostenían que la creación excesiva de liquidez y la subvaloración de la tasa de cambio estaban minando las posibilidades del ajuste. En cuanto a lo primero, es notable el ritmo de expansión que mantuvo el crédito primario bruto y la liquidez secundaria entre mediados de 1984 y julio de 1985, justamente cuando se detuvo el drenaje de reservas (véase el capítulo sobre Moneda y Crédito). La rápida expansión del crédito no indujo salidas de capital puesto que fue neutralizada mediante varios mecanismos *no deseados* de esterilización, tales como la adquisición de Certificados de Cambio y la constitución de depósitos del FAVI, entre otros. En relación con el papel de la tasa de cambio, se hizo evidente que su subvaloración real no podía ser una explicación de un supuesta fuga de capitales, ya que al acelerarse el ritmo de la devaluación dicha fuga debía haberse incentivado, máxime cuando dicha aceleración coincidió con una pérdida adicional en el valor real de la tasa de cambio en los primeros meses del año. Sin embargo, nada de esto sucedió, lo que estimuló a las autoridades económicas a continuar con la

devaluación acelerada. Esta experiencia muestra así que existe un importante grado de segmentación entre los mercados de capitales externo e interno, debido en gran parte a los controles cambiarios, que otorga un amplio margen de acción a las políticas monetarias y cambiarias internas.

En virtud de la aceleración del ritmo de devaluación y de la reciente devaluación que experimentó el dólar en los mercados internacionales, puede esperarse que la tasa de cambio del peso colombiano regrese a los niveles reales de 1975 en los primeros meses de 1986. El gobierno considera que dicho nivel permitirá suavizar los controles a las importaciones para retornar a un sistema tan liberal como el de 1975, cuando el coeficiente de rechazos a las solicitudes de importación fue virtualmente nulo. Esta posición desconoce la influencia de los factores tecnológicos y de productividad en los niveles de competitividad externa, lo cual puede conducir a liberar el comercio cuando la industria acusa marcados retrasos de inversión, cuya corrección requiere, entre otras cosas, que exista confianza sobre la continuidad de la protección. La débil posición de competitividad de la industria nacional hace recomendable no sólo mantener los controles en los bienes de carácter sustituible, sino además la búsqueda de niveles más elevados de la tasa de cambio real en el mediano plazo, mediante un proceso gradual de devaluación real que demuestre a los sectores industriales que ese esfuerzo de devaluación reciente no será revertido en el futuro próximo cuando las exportaciones mineras pasen a ocupar el primer lugar entre las ventas de productos colombianos.

CUADRO I-2
PROYECCION DE LA BALANZA DE PAGOS
(Millones de dólares)

	1984	1985	1986
I. Balance en cuenta corriente	- 1.949	- 1.683	- 1.180
A. Balanza comercial	- 363	72	900
1. Exportaciones FOB	3.444	3.632	4.390
a. Café	1.730	1.710	1.790
b. Carbón	41	131	292
c. Hidrocarburos	468	520	758
d. Ferroníquel	67	65	100
e. Otros	1.138	1.206	1.450
2. Compras de oro	244	360	320
3. Importaciones FOB	4.051	3.920	3.810
a. Combustibles	480	480	36
b. Otros	3.571	3.440	3.774
B. Servicios no financieros y transferencias (neto)	- 566	- 570	- 720
C. Servicios financieros (neto)	- 1.020	- 1.185	- 1.360
II. Financiación	611	1.620	1.510
A. Inversión directa	528	500	310
B. Crédito neto al sector público	1.116	1.400	1.200
C. Crédito neto al sector privado, contrapartidas, errores y omisiones	- 983	- 280	-
III. Cambio en reservas brutas	- 1.288	- 63	330
IV. Saldo en reservas brutas	1.888	1.825	2.155

Fuente: 1984; Banco de la República; 1985-1986: estimativos de FEDESARROLLO.

En el Cuadro I-2 se presentan las proyecciones de FEDESARROLLO sobre la evolución de la balanza de pagos hasta 1986. La comparación de los resultados de las cuentas externas en 1984 con el estimativo para 1985 muestra que en la eliminación del déficit comercial han contribuido por igual en el último año las exportaciones de bienes, las compras de oro y la contracción de las importaciones.

La corrección del desequilibrio comercial se reflejará en una disminución entre US\$200 y US\$300 millones en la cuenta corriente. Sin embargo, este ajuste explica sólo una fracción del cambio en el comportamiento de las reservas internacionales, que después de una caída próxima a los US\$1.300 millones en 1984, disminuirán muy poco en 1985. El factor decisivo para detener la caída de reservas ha sido el fortale-

cimiento de la cuenta de capitales de la balanza de pagos, por efecto, en parte, de las mayores entradas netas de crédito para el sector público, pero, sobre todo, de la ampliación del crédito comercial privado a las importaciones para financiar los mayores plazos de giro y del control impuesto a los procesos de cancelación de pasivos en el exterior por parte de entidades públicas y privadas. Finalmente, las operaciones financieras privadas posiblemente han captado también en 1985 algunos ingresos netos encubiertos a través de exportaciones ficticias de servicios.

Las perspectivas para 1986 se encuentran muy influidas por la expansión prevista en las exportaciones de minerales y de otros productos menores. Aunque las restricciones a las importaciones podrán hacerse menos severas, especialmente en cuanto hace a las adquisiciones de bienes de capital para la industria que han llegado a niveles inferiores en cerca de un 60% a los de 1982, el total de importaciones se contraerá nuevamente en 1986, debido a la virtual eliminación de las compras externas de combustibles. Con unos flujos netos de financiación pública y privada semejantes a los de 1985, podrá lograrse una acumulación de reservas entre US\$300 y US\$400 millones de dólares. No obstante estos logros, el peso de la deuda como proporción de las exportaciones continuará siendo muy elevado en 1986, según se señala en el capítulo sobre Sector Externo. Únicamente hacia finales de la década, mediante un esfuerzo continuo de expansión de exportaciones y reduciendo los coeficientes de endeudamiento externo, podrá regresarse a los porcentajes de servicio de

la deuda que se tuvieron a principios de la década del setenta.

III. EL DEFICIT FISCAL

Los propósitos de ajuste fiscal perseguidos por el gobierno se han venido cumpliendo con toda severidad, tanto por la vía de la contención del gasto, como a través del fortalecimiento de los ingresos corrientes. En los siete primeros meses del año, los recaudos tributarios superaban en 33% los del mismo período de 1984, en tanto que los gastos totales, corrientes y de inversión, eran mayores en sólo 7% a los correspondientes del año anterior. Aunque la restricción al gasto ha afectado en forma mucho más pronunciada a la inversión, que se ha contraído en el 17% en términos nominales, también se ha ejercido control sobre el gasto de funcionamiento, cuyo crecimiento ha sido inferior en unos 12 puntos porcentuales al ritmo de la inflación, como reflejo principalmente de la política de ajuste salarial seguida por el gobierno (Cuadro I-3).

Aunque la tasa de crecimiento de los ingresos corrientes arriba mencionada es sólo ligeramente superior a la correspondiente a 1984 (30%), es particularmente notable si se tiene en cuenta la modificación en el calendario de recaudos de los impuestos directos a las sociedades, por cuya causa los ingresos de impuesto a la renta acumulados hasta el mes de julio resultan inferiores en un 3.5% a las del año anterior. El dinamismo de los ingresos tributarios ha sido sostenido, principalmente, por el comportamiento del impuesto a las ventas, cuyo crecimiento del 60.5% en los siete primeros meses del año es aún efecto de la introducción del sistema

CUADRO I-3
BALANCE FINANCIERO DEL GOBIERNO CENTRAL
Enero-julio
(Millones de pesos)

	Operaciones efectivas		Causación del gasto		Variación o/o	
	1984	1985	1984	1985	Operaciones efectivas	Causación
I. Ingresos corrientes	159.080	211.283	176.404	234.494	32.8	32.9
II. Gastos corrientes	172.502	198.187	162.703	212.023	14.9	30.3
— Funcionamiento	158.489	179.262	151.054	177.325	13.1	17.4
— Intereses y comisiones	14.014	18.926	11.649	34.698	35.1	197.9
III. Ahorro	- 13.422	13.096	13.701	22.471	—	64.0
IV. Inversión	57.341	47.810	46.456	32.446	- 16.6	- 30.2
V. Déficit	70.763	34.714	32.755	9.975	- 50.9	- 69.6

Fuente: Contraloría General de la República, *Informes financieros* y Dirección de Impuestos Nacionales.

de imposición sobre el valor agregado en abril de 1984 y de cambios en el calendario de recaudos. Por su parte, los ingresos vinculados con las importaciones han tenido crecimientos modestos, por debajo de las previsiones iniciales, a pesar de la aceleración de la devaluación. El impuesto de aduanas y recargos ha aumentado sólo el 21% y el impuesto del 80% creado por la Ley 50 de 1984 ha generado recaudos de sólo \$9.852 millones. Los estimativos para el año completo indican que este último impuesto podría dejar faltantes equivalentes al 340% de lo presupuestado.

La magnitud del ajuste fiscal se aprecia cabalmente al comparar el déficit actual de las operaciones efectivas del gobierno con el del año anterior. Al concluir el mes de julio último, dicho déficit era de \$34.700 millones, frente a los \$70.800 para la misma época del año anterior, lo cual representa una disminución en términos reales del orden del 70%. Según proyecciones que se discuten en el capítulo de Finanzas Públicas de esta entrega, el déficit de operaciones efectivas al fin de 1985 llegará aproximadamente a \$75.000 millones, que equivalen al 1.70% del PIB, lo cual implica una reducción abrupta con respecto a 1984, cuando el déficit representó el 3.50% del PIB. De mantenerse las previsiones presentadas en *Coyuntura Económica* en su entrega de abril sobre la reducción del déficit en el sector descentralizado, el déficit consolidado total del sector público, sin incluir al sector cafetero, se reduciría desde el 7.40% en 1984 hasta el 4.80% en 1985. Al incluir al sector cafetero la magnitud del ajuste sería aún mayor ya que este sector generará en 1985 excedentes mayores a los del año an-

terior en una cifra que podría estar entre \$10.000 y \$20.000 millones dependiendo del volumen final de la cosecha cafetera, por efecto del aumento en el diferencial entre el ingreso de las ventas externas, convertido en pesos, y el valor interno de compra de la cosecha. De esta forma, se sobrepasará la meta de disminución del desbalance del sector público consolidado que el gobierno se fijó como parte del programa de ajuste, según la cual el déficit como proporción del PIB sería del 4.90% al concluir el año.

Desde la perspectiva del gobierno, la principal razón para reducir el déficit fiscal es evitar las presiones monetarias que genera su financiamiento, dado que tales presiones revierten en drenajes de reservas, impidiendo la estabilización del sector externo de la economía. Por este argumento, junto con la contracción del déficit, el gobierno se fijó también límites máximos de financiamiento monetario para el sector público, los cuales se habían cumplido holgadamente en los dos primeros trimestres de 1985¹. Según se aprecia en el Cuadro 1.4, tal cosa ha implicado disminuir el acceso al financiamiento primario en 480% en comparación con el año anterior. El endeudamiento con el Emisor ha sido restringido por varios canales. En primer lugar, se disminuyó del 150% al 80% de los recursos ordinarios el máximo utilizable a través del cupo especial de la Tesorería. La totalidad de esta fuente fue rápidamente agotada en los primeros meses del año. De otra parte, de acuerdo con la Ley 50 de 1984, se eliminó el financiamiento prima-

¹ Véanse las Notas Editoriales de la *Revista del Banco de la República*, junio de 1985, pp. 6-8.

CUADRO I-4

FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT DE OPERACIONES EFECTIVAS

Enero-Julio

(Millones de pesos)

	1984	1985	Var. %/o
I. Crédito externo neto	5.064	- 12.315	...
II. Crédito interno neto	52.123	44.391	- 14.8
A. Financiamiento monetario	47.870	24.978	- 47.8
1. Cupos de crédito	3.524	24.978	
2. CEC y FIP	14.127	-	
3. Garantía TAN	30.219	-	
B. Mercado financiero	9.374	24.516	161.5
1. TAN (excepto garantía)	7.459	22.805	
2. Bonos	1.915	1.711	
C. Amortizaciones (menos)	5.121	5.103	
III. Variación de depósito y efectivo	13.576	3.664	- 73.0
IV. Recursos totales de financiamiento	70.763	34.714 ¹	- 50.9

¹ Ajustado por discrepancia estadística de \$1.026 millones.

Fuente: Contraloría General de la República.

rio a la Tesorería través del mecanismo de la garantía de los TAN, por cuyo conducto el gobierno recibió crédito por \$56.000 millones en 1984. Para evitar esta vía de financiamiento se estableció que los recursos de colocación de los TAN se dedicaran con prioridad a cubrir los títulos vencidos y se exigió la constitución de un encaje por el 100% de las colocaciones para garantizar su amortización. Por último, también ha sido controlado el financiamiento primario que ha resultado de forma inesperada de la generación de pérdidas por compra-venta de divisas en la Cuenta Especial de Cambios. Las pérdidas superaban los \$8.100 millones al fin de julio, sobrepasando los recursos disponibles del Fondo de

Estabilización Cambiaria para tal fin (\$2.785 millones). Sin embargo, habrían sido muy superiores de no modificarse de \$90 a \$120 por dólar la tasa de venta de las divisas para los giros al exterior con cargo al presupuesto. Mediante esta modificación, que equivale a traspasar el costo adicional de las divisas a las entidades públicas, se ha evitado que se amplíe una vía de financiamiento primario de carácter forzoso a la Tesorería, sin que por ello se elimine el conflicto entre el mayor ritmo de devaluación y la búsqueda del ajuste fiscal.

En adición a estas restricciones, el financiamiento de origen externo ha sido negativo, por razón de los retrasos en los desembolsos de crédito ya

contratado, lo cual ha exigido un mayor esfuerzo de financiamiento interno. Este conjunto de circunstancias ha obligado al gobierno a acudir prioritariamente a la colocación de TAN, especialmente en los últimos meses debido al agotamiento de las fuentes alternativas. El monto de títulos en circulación se ha elevado de \$28.200 millones en diciembre 31 a \$65.058 millones ocho meses más tarde. Sin embargo, los nuevos títulos han sido colocados en su gran mayoría entre entidades del sector público. Para el efecto, el gobierno había exigido a la Federación Nacional de Cafeteros desde principios de año invertir en TAN \$7.000 millones provenientes de sus excedentes financieros. Recientemente, se expidió además el Decreto 2147 exigiendo a los establecimientos públicos y empresas del Estado la suscripción de TAN por el equivalente al 30% del saldo de sus depósitos a la vista y a término, ahorro y otros depósitos. El cumplimiento gradual de esta norma, a razón de 6 puntos porcentuales cada mes entre agosto y diciembre, generará un flujo de recursos nuevos a la Tesorería aliviando sus necesidades de financiamiento.

Las dificultades que ha sufrido el financiamiento del déficit no pueden sin embargo atribuirse a restricciones impuestas por la situación cambiaria o monetaria. Los tropiezos han surgido, más bien, del hecho que se hayan limitado en forma excesiva las alternativas de financiamiento del gobierno, ya que los toques del crédito primario a la Tesorería no pueden modificarse según el comportamiento de los flujos de financiamiento externo ni la evolución del crédito primario neto al sector privado. Por consiguiente, el gobierno no puede com-

pensar los retrasos en las entradas de crédito externo con un mayor uso del financiamiento primario, ni aprovechar tampoco el margen primario que dejan las operaciones no monetarias del Emisor en Certificados de Cambio u otros papeles, los cuales han sido un efecto imprevisto del manejo cambiario.

IV. MONEDA Y CREDITO

La expansión de los medios de pago en el último año estuvo ceñida a los ritmos promedios de crecimiento observados desde 1980, pero su origen fue particularmente atípico. Así, el crecimiento de los medios de pago en los doce meses comprendidos entre julio de 1984 y julio de 1985 fue de 22%, tasa muy semejante a la de los años anteriores de la presente década, si bien ligeramente superior a las de los dos años inmediatamente anteriores. Sin embargo, en contraste con el patrón normal de evolución de los componentes de los medios de pago, la base monetaria presentó un crecimiento muy moderado, del 8.6%, mientras que la liquidez secundaria se expandió a un ritmo de 45.8% (Cuadro 1.5). Este patrón estuvo muy influido por la decisión de la autoridad monetaria de convertir en inversión rentable una parte de los recursos del encaje. (Resolución 60 de 1984). Teniendo en cuenta este factor, el sistema financiero generó cerca de las tres cuartas partes de la nueva liquidez, cosa que necesariamente se tradujo en un incremento del multiplicador monetario, el cual pasó de 1.56 a 1.75.

El moderado influjo expansivo de la liquidez primaria no implicó sin embargo una restricción del crédito

CUADRO I-5

INDICADORES DE EVOLUCION Y COMPOSICION DE LA LIQUEIDEZ

	Variación % nominal Julio/84- Julio/85	Saldos julio de 1984 (Millones de pesos)
A. Base monetaria	8.6	270276
— Reservas internacionales (en pesos)	40.0	
— Crédito primario bruto	49.0	
— Pasivos no monetarios	125.0	
B. Liqueidez secundaria	45.8	203013
C. Medios de pago (A + B)	22.0	473289
D. Cuasidineros	38.1	897084
E. Oferta monetaria ampliada (C + D)	32.1	1370373

Fuente: Banco de la República.

del Emisor a los demás agentes de la economía, como cabría esperar al detenerse la caída de reservas y desaparecer por consiguiente este margen de financiamiento. Por el contrario, tanto el valor en pesos de las reservas internacionales como el crédito doméstico se incrementaron, en tasas del 40% y 49% respectivamente, pero estas fuentes de expansión primaria fueron virtualmente eliminadas por un aumento muy significativo (125%) en las obligaciones no monetarias del Banco Central representadas en Certificados de Cambio, Títulos Canjeables y Títulos de Capitalización Financiera, entre otros.

Las altas tasas de variación que han mostrado los principales com-

ponentes de la base monetaria han sido en gran medida imprevistas, obligando a modificar el comportamiento de las autoridades monetarias y generando costos fiscales de consideración. En los siete primeros meses de 1985 las reservas internacionales mostraron un comportamiento más favorable del esperado, contribuyendo a aumentar el valor de los activos del Banco de la República, y por consiguiente reduciendo el margen de asignación de crédito primario a los demás agentes de la economía. Sin embargo, también de forma imprevista, las fuerzas expansivas provenientes de la evolución de las reservas internacionales en la base monetaria fueron virtualmente contrarrestadas por el aumento en las ope-

raciones monetarias del Emisor, especialmente aquellas efectuadas mediante Certificados de Cambio, cuya colocación aumentó en más de \$30.000 millones entre diciembre de 1984 y finales de julio pasado. También los Títulos Canjeables por Certificados de Cambio experimentaron un dinamismo mayor del esperado, como resultado indirecto de la expansión de los depósitos de las corporaciones de ahorro y vivienda, cuyos excesos de liquidez en último término fueron colocados en dichos títulos a través del FAVI.

En fin de cuentas, los efectos contraccionistas han sido suficientemente fuertes como para contrarrestar todas las fuerzas expansivas y generar una disminución absoluta de la base monetaria hasta el mes de julio más pronunciada que en años anteriores. Aunque el resultado monetario de estas operaciones ha sido moderado, e incluso contractivo, su costo fiscal ha sido elevado, ya que la Cuenta Especial de Cambios debe cubrir la valorización de los Títulos y Certificados de Cambio que resulta de la devaluación. Este es sólo uno de los canales a través de los cuales se manifiesta el conflicto entre la política de devaluación acelerada y el objetivo de lograr una reducción del déficit fiscal, a que se hizo referencia en la sección anterior. Como se analiza en el capítulo de Moneda y Crédito de esta entrega, el crecimiento del ahorro financiero que ha sustentado el aumento de las colocaciones de esos papeles ha provenido de unos pocos agentes, en particular del sector cafetero, cuyos excesos de liquidez se han mantenido en una de las corporaciones de ahorro y vivienda. Las perspectivas de generación de mayo-

res excedentes de este sector en el próximo año deben llevar al gobierno a utilizar otros mecanismos de captación, incluso impositivos, como ha sido enfatizado en ediciones anteriores de *Coyuntura Económica*.

La calidad de la cartera del sistema financiero ha continuado siendo otra de las preocupaciones centrales de la política económica. Los activos financieramente improductivos en poder de los bancos han seguido creciendo más rápidamente que su cartera total, al punto que los coeficientes actuales de riesgo crediticio de estos intermediarios se han elevado cerca de 5 puntos desde mediados del año pasado y son hoy cuatro veces mayores que a principios de los ochenta. Un análisis de carácter econométrico que se presenta en el capítulo respectivo demuestra la estrecha asociación entre este fenómeno y el nivel de actividad económica, el costo real del crédito y el monto de los saldos monetarios reales, sugiriendo una gran vulnerabilidad del sistema financiero a las condiciones de desempeño macroeconómico y al manejo de las políticas monetarias.

Mediante Resoluciones 52 y 58 de 1985, la Junta Monetaria ha establecido un mecanismo que incentiva la reestructuración de las deudas con miras a mejorar la calidad de la cartera del sistema financiero. El sistema creado coincide en sus lineamientos generales con los criterios planteados en la última entrega de *Coyuntura Económica*. De una parte, concilia la reestructuración de las deudas con la recuperación del capital de las instituciones financieras, sin comprometer la estabilidad monetaria. De otro, limita el acceso a nuevos recursos de

liquidez al ritmo de restructuración de las deudas, fomentando además la capitalización de las empresas y del sistema financiero.

El ablandamiento de las condiciones financieras de los préstamos y la irrigación restringida de nueva liquidez atacan dos de los posibles factores que han incidido en el deterioro de la cartera, pero difícilmente pueden revertir, por sí solos, las tendencias al aumento en el riesgo crediticio, ya que las operaciones ordinarias de crédito se siguen pactando a tasas reales de interés demasiado altas. Aunque los altos niveles de las tasas de interés son un obstáculo al saneamiento financiero, no han sido aún objeto de atención de la política económica.

V. INFLACION

Después de la escalada alcista que experimentó el ritmo de crecimiento de los precios durante cerca de un año, en los meses de julio y agosto pasado se presentaron reducciones sucesivas en el costo total de la canasta familiar. Desde principios de la década de los setentas, únicamente en otras cinco oportunidades se habían observado bajas absolutas en el nivel de precios, y en ningún caso en meses sucesivos. No obstante, debe recordarse que el reciente proceso de aceleración de la inflación tuvo también una duración inusitadamente larga, de cinco trimestres, que contrasta con las duraciones típicas de uno o dos trimestres que habían tenido en el pasado los períodos de aumento del ritmo inflacionario².

Tal como ocurrió durante la fase de aceleración, el nuevo comportamiento de la inflación se ha debido en su totalidad a la evolución de los precios de los alimentos y, dentro de ellos, a un grupo reducido de productos. Solamente dos productos —la papa y el fríjol— explican una disminución de cerca de un punto porcentual en julio y otro tanto en agosto en el índice total de precios al consumidor. Puesto que estos mismos artículos habían contribuido a generar la mayor parte del aceleramiento previo del ritmo de la inflación, el fenómeno de disminución absoluta del índice es así un claro proceso de reversión parcial de tendencias anteriores.

La reciente evolución de los precios de los bienes agrícolas ha permitido reducir la contribución del grupo de alimentos sin procesar en el crecimiento anual de precios. Sin embargo, al concluir el mes de agosto, dicha contribución era aún considerablemente más alta que en los años anteriores (Cuadro I-6). De otra parte, los productos avícolas y ganaderos, que en 1984 habían favorecido la disminución de la inflación, han venido experimentando alzas sensibles a lo largo de 1985, como resultado de los cuales su aporte a la inflación anual se ha elevado en 3 puntos. Este comportamiento ha constituido un factor inesperado de aumento de la inflación que no corresponde con los patrones cíclicos del mercado ganadero. En efecto, el volumen de sacrificios para el mercado doméstico se ha incrementado muy poco en lo corrido del año, debido a los cambios en el régimen de lluvias y a la aparición de algunos problemas de carácter sanitario.

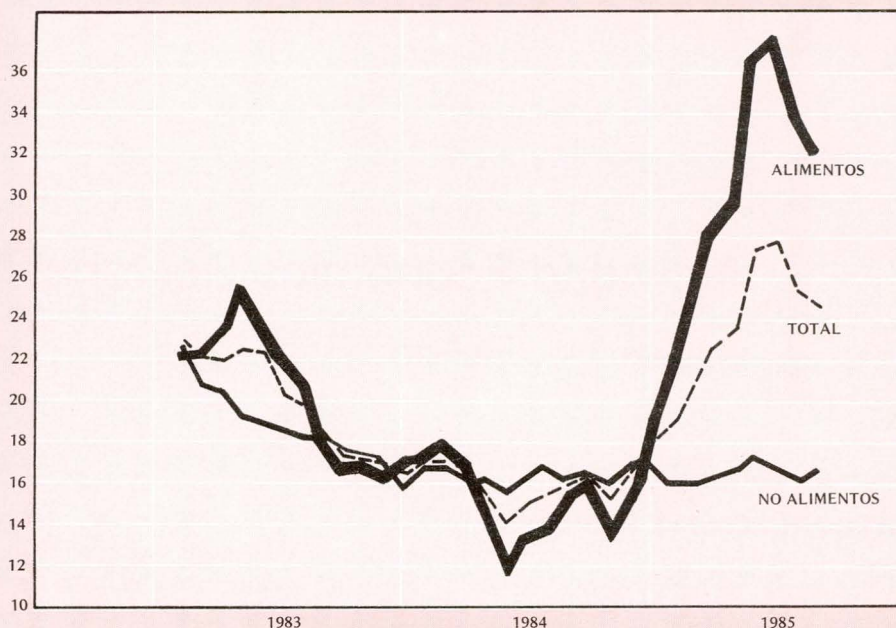
² Véase el capítulo sobre Precios en la entrega anterior de *Coyuntura Económica*.

CUADRO I-6
CONTRIBUCION DE LOS DIFERENTES PRODUCTOS AL CRECIMIENTO
DEL INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
 (Comparación porcentual con el mismo mes del año anterior)

	Diciembre 1981	Diciembre 1982	Diciembre 1983	Mayo 1984	Agosto 1984	Diciembre 1984	Mayo 1985	Agosto 1985
Alimentos sin procesar	4.2	3.9	2.3	1.1	1.9	3.7	10.7	8.3
Avícolas y ganaderos	5.0	6.0	3.0	1.2	1.1	1.5	3.8	4.1
Agrícolas procesados	4.9	2.4	3.3	3.7	4.7	4.6	4.5	4.0
Industriales	3.6	3.1	2.7	2.8	3.1	3.4	3.4	3.3
Arrendamientos	4.8	4.5	1.9	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7
Servicios estatales	1.6	1.3	1.6	1.4	1.2	1.1	1.2	1.4
Otros servicios	2.3	2.8	1.8	2.3	2.3	2.4	2.1	1.9
TOTAL INFLACION	26.4	24.0	16.6	14.2	16.2	18.2	27.6	24.7

Fuente: DANE.

GRAFICO I-5
VARIACIONES ANUALES DE PRECIOS



Fuente: IPC, DANE.

Los demás componentes de la canasta familiar continúan mostrando crecimientos estables, con excepción de los servicios estatales, que han experimentado alzas relativamente rápidas en los últimos meses. Sin embargo, el conjunto de los bienes y servicios diferentes de alimentos ha evolucionado con una gran estabilidad, moderando así el efecto de los precios de los bienes agrícolas sobre el índice total (Gráfico I-5).

La evolución reciente de los precios no modifica sustancialmente las perspectivas que se tenían para el año completo. Como se afirmaba en la entrega anterior de esta revista, las presiones que se habían presentado

hasta junio serían “atenuados por las nuevas cosechas y por las importaciones que de algunos granos y otros productos ha hecho el gobierno”. De otra parte, las presiones alcistas generadas sobre los bienes industriales por el acelerado ritmo de devaluación han resultado en parte compensadas por la evolución de los salarios, los cuales han mostrado crecimientos moderados, como se señaló en una sección anterior. Finalmente, en cuanto hace al impacto de los servicios estatales y el transporte, se mantiene la incertidumbre sobre las decisiones que pueda adoptar el gobierno, de las cuales dependerá en gran medida la evolución de los precios en lo que resta del año.

Actividad Económica Sectorial

INDUSTRIA Y COMERCIO

I. INTRODUCCION Y RESUMEN

Después de un ligero deterioro en el primer trimestre de 1985, los índices de producción industrial registraron una súbita recuperación, regresando nuevamente a niveles semejantes a los que prevalecieron durante la segunda mitad de 1984. La expansión de demanda que sostuvo esta recuperación estuvo liderada por la evolución del balance del sector externo, ya que las operaciones del gobierno han favorecido la contracción del déficit en detrimento de la demanda. El efecto estimulante de esta expansión fue, sin embargo, muy desigual entre los diferentes sectores. Entre los bienes de consumo son varios los sectores que muestran síntomas de debilitamiento de la demanda, mientras que en las industrias de bienes de capital, metalúrgica, papel y cartón, las insuficiencias de insumos y de capacidad han afectado la producción. Las perspectivas para lo que resta del año son de estancamiento, como lo indican la disminución de los pedidos por atender y los

mayores niveles de inventarios, junto con una recomposición de la demanda exógena en favor de variables con reducido efecto multiplicador sobre la actividad urbana, como son los mayores ingresos por exportaciones, y a costa de aquellas más francamente expansivas, como la inversión pública.

La insuficiencia de materias primas importadas ha sido una de las principales preocupaciones de los industriales desde 1984. Información obtenida de la aplicación de un formulario especial el pasado mes de junio muestra que los rechazos de licencias de importación son ahora más frecuentes que hace un año y que un número mayor de empresas ha acusado tropiezos en el ritmo de producción por insuficiencia de importaciones. Con todo, hay indicios de que los criterios de control se han depurado y que la época más crítica de desabastecimiento, que tuvo lugar hacia fines de 1984, ya ha sido superada.

II. SITUACION DE LA DEMANDA AGREGADA

A. Los indicadores de la demanda

El comportamiento de la actividad económica urbana ha estado asociado desde el principio de la recesión en 1980 a la evolución de la demanda agregada, como ha sido analizado periódicamente en *Coyuntura Económica*. En particular, las variaciones del gasto exógeno, compuesto por el poder de compra del gasto público, de las exportaciones menores y de la cosecha cafetera, se han visto reflejadas sobre la actividad urbana y particularmente sobre la producción industrial. Las variables que componen dicho indicador corresponden a diferentes formas de "gasto autónomo", según se denominan en la literatura económica. Este gasto es un elemento propulsor de otras formas de demanda, en particular del gasto de las familias, que depende de los ingresos que ellas reciben.

Sin embargo, la demanda agregada no está determinada exclusivamente por la magnitud del gasto autónomo, dado que una parte de los ingresos que reciben las familias o las empresas no generan una nueva demanda sobre la producción nacional, sino que se desvían hacia el ahorro, hacia compras de bienes importados o hacia pagos de impuestos. Así las cosas, el estado final de la demanda es el resultado del balance entre el "gasto autónomo", que opera estimulando la demanda de bienes nacionales, y las desviaciones o "filtraciones", que tienden a disminuirlo.

Cuando permanecen estables las condiciones que determinan el ahorro de las familias y no se producen

variaciones en las tasas impositivas ni en los coeficientes de importaciones, puede esperarse que se mantenga una relación también estable entre las filtraciones y el nivel de la demanda total y que, por consiguiente, un indicador como el de gasto exógeno refleje aproximadamente la evolución de la demanda agregada. Sin embargo, cuando tienen lugar cambios sustanciales en los elementos que determinan las "filtraciones", esta relación se desdibuja.

Como se ha analizado en entregas anteriores de *Coyuntura Económica*, el proceso de ajuste externo y fiscal ha recaído en gran medida en un recorte de las importaciones y en aumentos significativos de la tributación de carácter directo e indirecto, es decir, se ha valido de cambios en las magnitudes de las "filtraciones" para lograr una disminución de las brechas externa y fiscal. Para incorporar estos cambios a los análisis de demanda agregada, se construyó un indicador más completo que incluye tanto el "gasto autónomo" como las "filtraciones" de la demanda. De una parte, se definió un "balance fiscal", entendido como la diferencia entre los pagos efectivos realizados por el gobierno y los ingresos tributarios recibidos. El resultado es un indicador aproximado del balance de gasto y de filtraciones que el gobierno causa en el resto de la economía. De otra parte, se calculó un "balance externo" como la diferencia entre el ingreso recibido por las exportaciones de bienes y servicios no financieros menos los pagos efectuados por las importaciones de bienes. En forma análoga, este balance es indicativo del saldo del gasto y filtraciones generadas por el sector externo, las cuales

tienen lugar cuando se realizan las exportaciones e importaciones.

Puesto que el gasto autónomo y las filtraciones influyen en la demanda agregada aumentando o disminuyendo la capacidad de gasto de los agentes económicos en bienes nacionales, es conveniente medirlas en términos del volumen de bienes que con ellas se puede adquirir, es decir deflactándolas por el índice de precios al consumidor para obtener su poder de compra interno. Por esta misma razón se introdujo una corrección adicional en el balance externo, que constituyó en remplazar el valor de las exportaciones de café por el poder de compra del valor de la cosecha cafetera, que corresponde más de cerca a la demanda generada por las operaciones cafeteras.

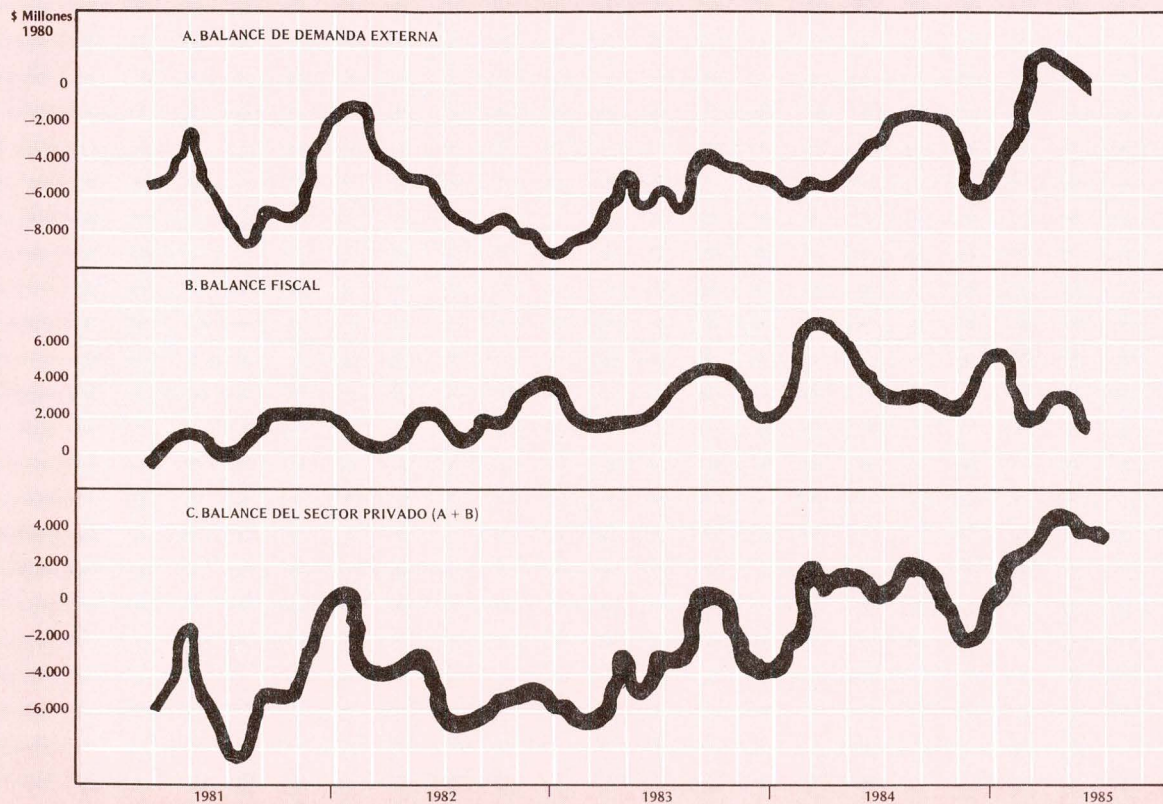
Finalmente, al agregar el "balance fiscal" y el "balance externo" se obtiene el saldo de todos los gastos autónomos y filtraciones consideradas, que podemos denominar el "balance del sector privado", puesto que es el saldo de todos los ingresos y gastos de dicho sector con los demás agentes de la economía. Este balance es, así, un indicador que sintetiza la influencia de los demás sectores en la capacidad de demanda de las familias y las empresas (incluyendo en estas últimas al gobierno descentralizado). Aunque la relación entre el balance del sector privado y el estado general de la demanda está aún mediado por las variables que influyen en los montos de ahorro e inversión privados, cuyo seguimiento se dificulta por falta de información, este indicador explica de forma muy aceptable las fases que ha seguido la actividad económica en los últimos años.

B. Evolución de la demanda agregada

El Gráfico 11-1 muestra la evolución de los balances externo y fiscal desde 1981 y la forma como, conjuntamente, han determinado el balance del sector privado. Pueden distinguirse las siguientes fases en este comportamiento.

1. *Recesión de demanda:* Entre el segundo y tercer trimestre de 1981 se deterioró abruptamente el balance externo debido a la caída de las exportaciones y los altos niveles de importaciones. El balance fiscal, en vez de jugar un papel compensatorio, contribuyó a la depresión de la demanda, impulsada además por la aceleración de la inflación.
2. *Recuperación pasajera:* Entre el cuarto trimestre de 1981 y el primero de 1982, la demanda experimentó una corta recuperación, liderada por una disminución del déficit externo y por niveles de gasto público ligeramente superiores a los de períodos anteriores.
3. *Crisis aguda:* Entre el segundo semestre de 1982 y el primero de 1983 la crisis se agudizó de manera continua a medida que se deterioraba la situación del sector externo, y en particular al disminuir el ingreso de los cafeteros. La política fiscal mantuvo un papel pasivo en el desenvolvimiento de la demanda, permitiendo incluso que el gasto público disminuyera con la mira de reducir el déficit y evitar problemas de financiamiento.
4. *Recuperación:* Esta política se revirtió en los meses siguientes, dando lugar a una fase de recupera-

GRAFICO No. II-1
INDICADORES DE EVOLUCION DE LA DEMANDA AGREGADA
(Millones de pesos constantes de 1980)



Fuente: Cálculos de FEDESARROLLO con base en estadísticas del DANE y Banco de la República. Series mensuales desestacionalizadas y suavizadas.

ción de la demanda que persistió entre el segundo semestre de 1983 y el primero de 1984. El gasto público aumentó produciendo un efecto ampliado sobre demanda gracias a la disminución del ritmo inflacionario.

5. *Estancamiento*: Los dos trimestres siguientes de 1984 presenciaron un virtual estancamiento de los niveles de demanda agregada, como resultado de las tendencias opuestas de los balances externo y fiscal. Mientras que el primero se fortalecía por la drástica contracción de importaciones, se inició un período de contracción del gasto y de recuperación de los ingresos tributarios con un saldo neto prácticamente neutro sobre el sector privado.

6. *Contracción aguda*: En el último trimestre de 1984 se revirtió de manera pasajera pero muy pronunciada el mejoramiento del balance de demanda externo, debido principalmente a la disminución de la cosecha cafetera (lo que sin embargo, no se reflejó en las cuentas externas del país sino en el ritmo de acumulación de inventarios de café), y en parte también a un aumento de las importaciones, posiblemente en previsión de la entrada en vigencia en enero de 1985 del impuesto del 80%. El balance fiscal, por su parte, tuvo un comportamiento favorable debido al aumento del gasto público, al concedérsele al gobierno un financiamiento monetario que le permitió revertir momentáneamente su tendencia contraccionista. No obstante, esta mejora del componente fiscal no alcanzó a compensar el deterioro del balance externo, ge-

nerándose un debilitamiento de la demanda agregada que, a la postre, fue de corta duración.

7. *Fortalecimiento pasajero de la demanda*: En el primer trimestre de 1985 se revirtió completamente la anterior contracción debido primordialmente al comportamiento favorable del sector externo, que por primera vez desde iniciada la recesión arrojó un balance positivo en las transacciones comerciales. No obstante, el efecto expansivo del sector externo fue parcialmente compensado por la tendencia decreciente del gasto público y por el fortalecimiento de los ingresos fiscales. Al concluir el segundo trimestre del año, esta última tendencia se mantenía imponiéndose sobre el comportamiento del sector externo y conduciendo a una virtual interrupción de la expansión de la demanda.

III. SITUACION DE LA INDUSTRIA Y EL COMERCIO

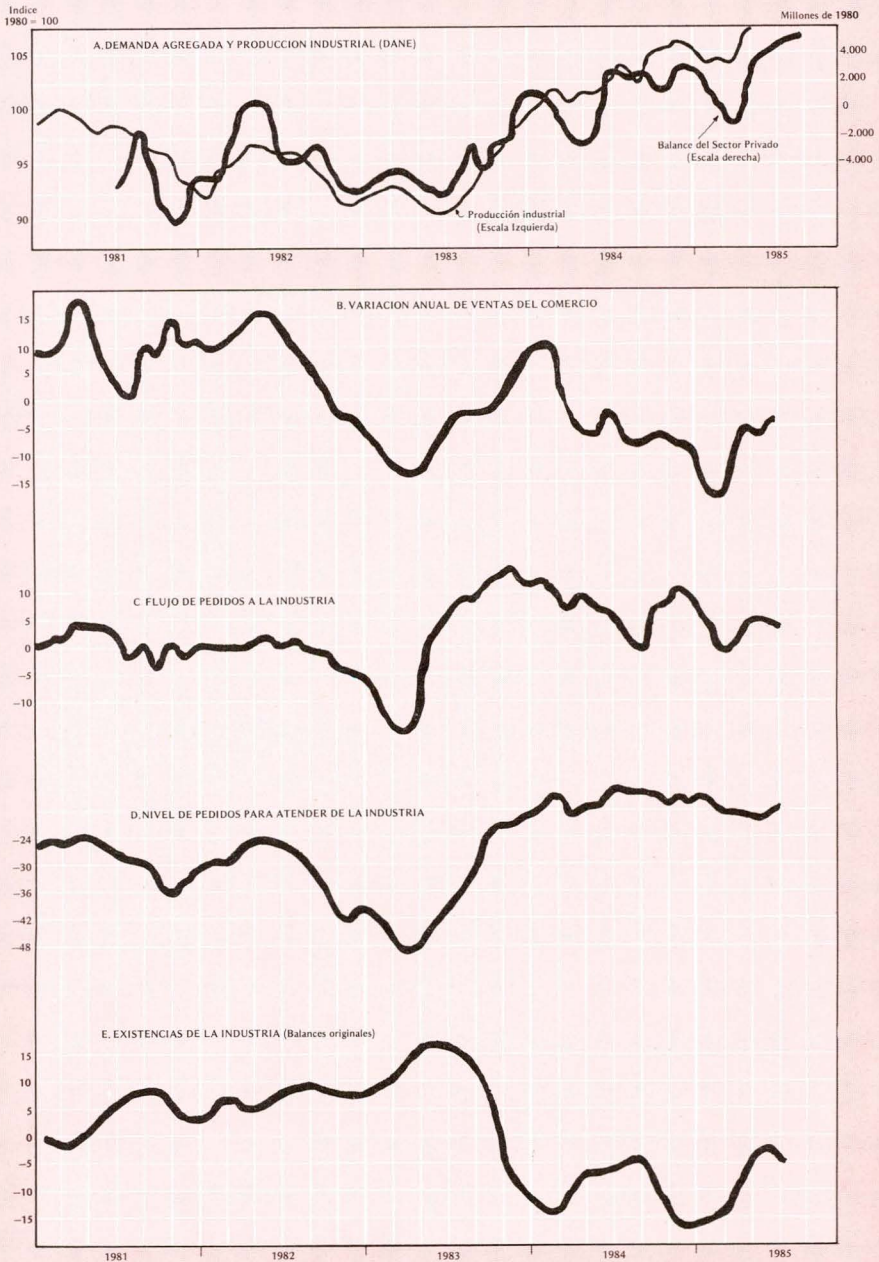
A. Situación general

Las fases de la demanda agregada enumeradas arriba se han reflejado claramente sobre la situación de la industria y el comercio, a pesar de que la intensidad de la respuesta de estos sectores ha variado a lo largo de la recesión, y especialmente desde 1984.

Las ventas del comercio empezaron a mostrar un comportamiento más adverso que el de la demanda desde principios de 1984 (Gráfico II-2-B), causado inicialmente por el deterioro de la situación de los importadores, cuyas ventas se vieron seriamente afectadas por los problemas

GRAFICO No. II-2

DETERMINANTES DE LA ACTIVIDAD INDUSTRIAL Y COMERCIAL



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

de abastecimiento que surgieron a raíz del control de importaciones. Sin embargo, en el primer trimestre de 1985 la caída de las ventas empezó a afectar al comercio no importador, generalizándose la mala situación del sector.

Los indicadores más recientes muestran que en el segundo trimestre de 1985 el comercio experimentó alguna recuperación, debida en parte a un efecto de comparación con el mismo trimestre del año anterior, que estuvo muy afectado por la introducción del IVA, pero también al efecto rezagado de la recuperación de la demanda agregada en los últimos meses. No obstante, los niveles alcanzados por la actividad comercial siguen siendo inferiores a los de 1984, según lo señalan los indicadores de la Encuesta de Opinión Empresarial.

El cambio en la fisonomía de los problemas que enfrenta la actividad comercial indica que posiblemente persistirán los bajos niveles de actividad en este sector. De una parte, las existencias de productos han empezado a situarse por encima de los niveles deseados entre los comerciantes no importadores, en tanto que hay pocos indicios de que las políticas de control de importaciones vayan a favorecer al comercio importador, cuya situación de existencias es ya crónicamente insuficiente. Otro nuevo factor adverso para el comercio ha sido el aumento en la incidencia del contrabando, que hasta meses recientes había disminuido sensiblemente favoreciendo la actividad comercial.

La industria, por su parte, ha seguido los ciclos de la demanda agregada, con un rezago relativamente constante, como se puede comprobar

en el Gráfico II-2-A, en el cual se superpone el balance del sector privado como indicador de la demanda agregada, rezagado cuatro meses, con el índice de producción real del DANE. Aunque la actividad industrial ha estado determinada estrechamente por la demanda, su capacidad y velocidad de respuesta han variado según la situación de otras variables, como el volumen de pedidos y de materias primas, y el estado de las expectativas entre los productores. Es así como, a pesar del estancamiento de la demanda en 1984, la industria mantuvo una dinámica de crecimiento que la llevó a fines del año a los niveles más altos de producción desde 1980, gracias al alto nivel de pedidos acumulados a raíz de la rápida recuperación de la demanda en el segundo semestre de 1983 (Ver Gráfico II-2-D). El origen de esta acumulación de pedidos estuvo en la incapacidad de la industria para aumentar rápidamente su producción por insuficiencia de materias primas. La generalización de este fenómeno, que aparece comprobado con resultados de la Encuesta que se presentan en la sección siguiente, llevó a dilatar el efecto de la demanda sobre la producción industrial. Adicionalmente, la capacidad de reacción de la industria se debilitó por la gran incertidumbre que reinaba en los medios económicos del país sobre la situación cambiaria y la persistencia de la recuperación, todo lo cual retrasó la ampliación de los niveles de producción y la contratación de trabajadores adicionales.

B. Evolución reciente de la industria

Las estadísticas de la muestra manufacturera del DANE muestran un crecimiento acumulado del 4.10% en

los primeros cinco meses del año, respecto al mismo período de 1984, obtenido en gran parte gracias al repunte de la producción en el mes de mayo, que creció en 6.69% en relación con el mismo mes del año anterior. No obstante, este repunte simplemente permitió que los volúmenes de producción en lo corrido del año se mantuvieran justamente en los mismos niveles de los últimos cinco meses de 1984, tomados en promedio y descontadas las fluctuaciones estacionales normales. En efecto, en el primer trimestre de 1985 se había dado una ligera disminución en los índices de producción, como resultado del debilitamiento de la demanda en los últimos meses del año pasado. El comportamiento de la producción en abril y mayo, que reflejó también el movimiento de la demanda de unos cuatro meses atrás, permitió así retornar a los niveles medios de producción anteriores (Gráfico II-2-A).

La forma como los impulsos de demanda han sido transmitidos a la actividad industrial puede apreciarse a través de los indicadores de la Encuesta de Opinión Empresarial (Gráfico II-2). El flujo de nuevos pedidos y la situación de la demanda decayeron en el primer trimestre de 1985 por efecto del debilitamiento previo de la demanda agregada. Sin embargo, el retroceso de la demanda no generó una caída igualmente brusca en la actividad productiva debido a la persistencia de los altos niveles de pedidos pendientes y, posiblemente, a la recuperación de las expectativas de los productores, que han sido cada vez más positivas desde enero de este año, y que contrastan con un largo período de deterioro e incertidumbre durante la mayor parte del año pasado.

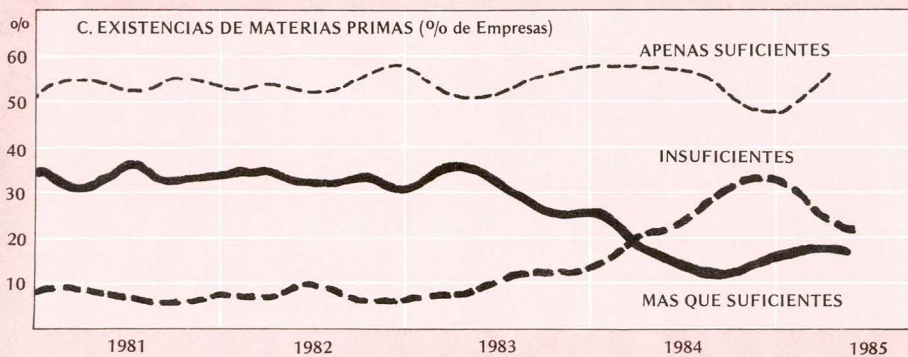
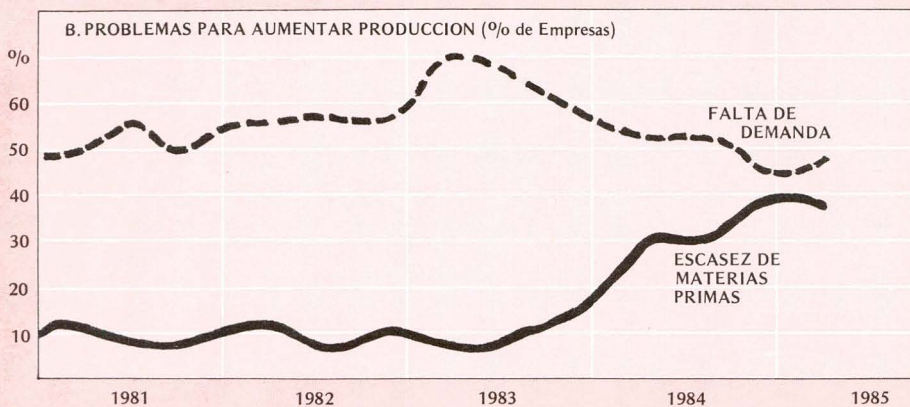
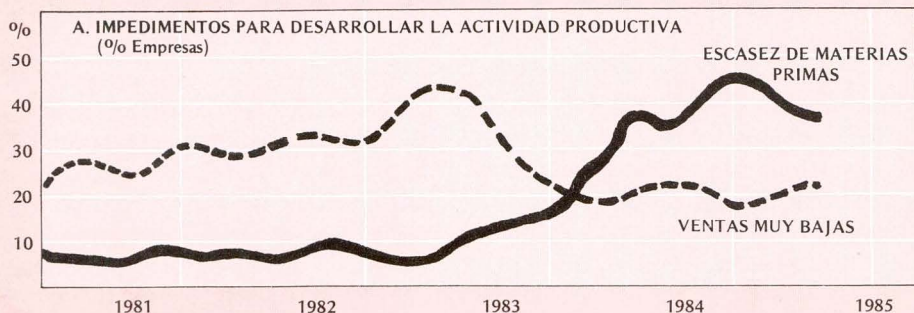
Aunque el mejoramiento del clima empresarial puede haber contribuido a impulsar la actividad industrial, el comportamiento de las existencias de productos terminados señala que en algunos sectores puede haber conducido a una sobrereacción. En efecto, mientras que la depresión de las expectativas había llevado a 1983 y 1984 a subvaluar la dinámica de la demanda, y había contribuido a la pérdida de inventarios, en los primeros meses de 1985, el optimismo ha llevado a una acumulación indeseada de inventarios en los sectores donde la demanda ha sido menos dinámica y, en general, a un aumento en los niveles totales de existencias de productos terminados contribuyendo, hasta el momento, a sostener la producción.

Por otro lado, también ha contribuido a mantener la actividad industrial el relativo mejoramiento de la situación de abastecimiento de materias primas. Según los empresarios consultados por la Encuesta de Opinión Empresarial, el problema de insuficiencia de materias primas ha cedido a lo largo de 1985, después de haber llegado a su punto más alto a fines de 1984 (Gráfico II-3). En particular, la concesión de licencias para importación de materias primas para la industria ha mostrado crecimientos significativos, del 5.70%, en los primeros seis meses del año, suavizando una de las restricciones al desempeño industrial.

C. Resultados por tipos de industria

Los indicadores por tipos de industria muestran un comportamiento bastante disímil entre los diferentes sectores de la producción. Aunque la tasa de crecimiento del agregado fue de 4.10% en los cinco pri-

GRAFICO No. II-3 PROBLEMAS DE LA INDUSTRIA



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO. Balances originales.

meros meses del año, los ritmos de actividad no han sido homogéneos. Los grupos de bienes de consumo e intermedios registraron crecimientos de alrededor del 80%, mientras que la producción de bienes de capital sufrió una caída del 230% en el mismo período. Si se utiliza un nivel mayor de desagregación puede verse además que los aumentos de producción se encuentran muy concentrados en alimentos en el grupo de bienes de consumo y en químicos en el de intermedios. También se detecta que las caídas en la producción no han sido exclusivas al sector de bienes de capital y que entre los sectores afectados algunos presentan síntomas de debilidad de demanda, mientras que otros se ven restringidos por efectos de oferta.

La alta tasa de crecimiento del sector de alimentos es responsable de gran parte de los resultados de la industria, como lo muestra el hecho de que el resto de sectores crecieron a un ritmo inferior, de sólo 2.20%, en los primeros cinco meses del año. El dinamismo del sector de alimentos puede haberse visto favorecido por el crecimiento del volumen de ventas externas de azúcar y por algún efecto de sustitución en el consumo hacia alimentos procesados en los primeros meses como consecuencia del desabastecimiento de ciertos productos sin elaboración. Sin embargo, los ritmos de crecimiento reciente son en todo caso muy elevados, muy por encima de lo que podría explicar la sustitución de las importaciones, el comportamiento de las exportaciones y la desviación del consumo hacia alimentos procesados.

En el sector de productos químicos el crecimiento sí resulta asociado

en cambio a un proceso de sustitución de importaciones, que no había ocurrido en 1984, cuando las importaciones incluso aumentaron y todo el dinamismo de la producción se debió a la expansión de la demanda interna¹. También en los sectores de producción de equipo y material científico, y en manufacturas diversas han operado efectos de sustitución que han favorecido el crecimiento, si bien la importancia relativa de estas industrias es muy reducida.

Entre los sectores que han tenido retrocesos en la producción o crecimientos muy moderados, puede mostrarse que la debilidad de la demanda ha sido la principal explicación en la mayoría de los casos. Entre los bienes de consumo, textiles, confecciones, calzado, cueros y plásticos, han disminuido los niveles de pedidos por atender y son altos los niveles de existencias de productos terminados. Una excepción a este patrón lo constituye el caso de muebles de madera, que se ha recuperado parcialmente de la muy mala situación de producción.

Por otro lado están los sectores que manifiestan tener restricciones de oferta, como en el caso de la industria de papel y cartón que tiene limitaciones de capacidad instalada y la industria metalúrgica que ha tenido serias restricciones por escasez de insumos.

El grupo de bienes de capital sufre de una mezcla de ambos tipos de problemas, por la parálisis de la inversión y por la insuficiencia de in-

¹ Véase *Coyuntura Económica*, abril de 1985, pp. 42-45.

sumos. En el caso del equipo y material de transporte, el nivel de producción se vio también afectado por el cierre de una de las ensambladoras durante varios meses, lo cual, a su vez, repercutió desfavorablemente sobre la industria de autopartes y otras actividades conexas incluidas dentro del mismo sector.

En síntesis, la mayor parte de la industria se encuentra atrapada entre la debilidad de la demanda y las restricciones de oferta. La ausencia de un patrón de crecimiento más homogéneo entre los diversos sectores no avala la continuidad de la expansión industrial.

IV. PERSPECTIVAS

Los niveles promedios de producción industrial en los cinco primeros meses del año, aunque superiores en un 4.10% a los de un año atrás, no difieren de los alcanzados en los cinco meses inmediatamente anteriores. El crecimiento observado especialmente en el mes de mayo fue relativamente alto y se debió a factores expansivos de demanda y al relajamiento de algunas restricciones de oferta en sectores específicos. No es factible que la influencia de estos factores pueda ser igualmente pronunciada en los meses restantes del año.

De una parte, la evolución reciente de la demanda agregada ha implicado un cambio de composición a favor de las exportaciones y en detrimento del gasto. Esta recomposición es desfavorable para la actividad industrial porque los mayores ingresos por exportación tienden a ser ahorrados en mayor proporción que los ingresos que generaría un gasto público

equivalente. De otro lado, como lo muestran los indicadores de la Encuesta, ha recobrado importancia la insuficiencia de demanda como obstáculo para desarrollar la actividad productiva, al mismo tiempo que han aumentado los niveles de existencias, señalando la debilidad del repunte reciente de crecimiento. Finalmente, también la Encuesta indica que han disminuido los problemas de abastecimiento de materias primas en los últimos meses, por el aumento en las importaciones y la racionalización de los mecanismos de aprobación de licencias, lo cual puede haber permitido un aceleramiento pasajero de la producción para responder a las demandas pendientes.

Así las cosas, las condiciones que le permitieron a la industria mantener e incluso aumentar su ritmo de producción a pesar del estancamiento de la demanda en 1984 y que le facilitaron luego amortiguar las fluctuaciones contraccionistas del gasto público, están desapareciendo. El nivel de pedidos por atender está descendiendo lentamente y las existencias se están acumulando, a la vez que el flujo de nuevos pedidos ha perdido dinamismo, como es de esperarse, dado el bajo nivel de ventas del comercio. En ausencia de estos factores de amortiguación, y dado el rezaño normal que media entre la demanda agregada y la producción industrial, las posibilidades del crecimiento industrial para 1985 ya están en gran medida determinados. Aunque aún no se cuenta con estadísticas actualizadas sobre la evolución reciente del balance externo, puede asegurarse que la contracción del déficit fiscal, al menos hasta el tercer trimestre del año, ha privado sobre el mejoramiento de aquél. Por consiguiente

te, puede esperarse que los niveles de actividad industrial no superen el promedio de los cinco primeros meses del año, de forma que el crecimiento para el año completo se sitúe en tasas del orden del 2.50/o.

V. LA DISPONIBILIDAD DE INSUMOS IMPORTADOS

A. Consideraciones Generales

Los controles cuantitativos a las importaciones aplicados en el país a partir de la segunda mitad de 1982 tienen efectos tanto de demanda como de oferta. El primero de ellos, favorable a la producción nacional, se origina en el cambio en las fuentes de abastecimiento de la demanda, en favor de la industria nacional y a costa de las importaciones. Este primer efecto ocurre bien de forma directa, mediante una sustitución de importaciones de ciertos bienes por otros similares de producción nacional, como de manera indirecta, como resultado del hecho de que los controles limitan las importaciones de bienes y servicios finales no sustituibles por productos nacionales, por lo cual se "liberan" ingresos que contribuyen a aumentar la demanda de otro tipo de bienes nacionales. En cuanto hace a la oferta, los controles pueden ser desfavorables a la producción nacional cuanto las restricciones recaen sobre insumos no sustituibles que son requeridos para la producción de otros bienes. Desde este punto de vista, los controles a la importación de insumos puede convertirse en un cuello de botella para la expansión de la oferta industrial², si bien es preciso señalar que las posibilidades de susti-

tución aumentan con la permanencia de los controles, a medida que los productores nacionales buscan responder a las demandas insatisfechas.

En la entrega del mes de abril de 1985 de esta revista se mostró que, a pesar de que la ampliación del mercado interno fue la principal fuente de expansión de la demanda, generando cerca del 600/o del crecimiento industrial en 1984, la sustitución de importaciones, al promover un cambio en las fuentes de abastecimiento de la demanda, dio lugar al 400/o restante, influyendo en forma positiva en un gran número de sectores. Sin embargo, a pesar de estos efectos favorables de demanda, la insuficiencia de insumos se convirtió en un factor limitante al crecimiento de la oferta en sectores específicos como el de industrias metálicas básicas y material de transporte.

Según lo muestran los resultados de la Encuesta de Opinión Empresarial, la escasez de materias primas ha sido, desde el segundo trimestre de 1984, el principal impedimento de carácter coyuntural para el desarrollo de la actividad industrial, si bien el número de empresas que cita este problema como el principal empezó a disminuir ligeramente a partir del primer trimestre de 1985, fecha en que alcanzó el pico más elevado en los últimos cinco años.

Aunque la escasez de materias primas ha sido también citado en forma creciente desde el segundo trimestre de 1984 como un factor limitante de carácter estructural para aumentar la producción, la insuficiencia de la demanda continúa siendo el principal obstáculo para aprovechar mejor la capacidad instalada industrial.

² *Coyuntura Económica*, Vol. XIV, No. 3, octubre de 1984 y Vol. XV, No. 1, abril de 1985.

CUADRO II-1

CRECIMIENTO DE LOS SECTORES INDUSTRIALES

Período enero-mayo 1985

(%)

	Enero-mayo 1985 vs. Enero-mayo 1984	Enero-mayo 1985 vs. Agosto-Dic. 1984
Bienes de consumo	8.3	2.6
Alimentos, bebidas, tabaco	12.7	4.5
Textiles	4.2	- 0.5
Confecciones, cuero y calzado	- 0.1	- 8.1
Otros bienes de consumo ¹	- 7.9	3.0
Bienes intermedios ²	8.6	4.3
Papel	2.7	- 1.2
Químicos y caucho ³	13.6	6.6
Minerales no metálicos	5.1	4.5
Metálicos básicos	3.6	0.0
Productos metálicos	- 3.1	- 0.2
Bienes de capital	-23.0	-21.1
Maquinaria	-26.4	- 3.4
Equipo y material de transporte	-16.1	-35.6
Total	4.1	0.3

¹ Muebles, plásticos, imprentas, equipo y material científico, manufacturas diversas.² Incluye madera.³ Incluye refinación de petróleo y derivados.

Fuente: DANE y cálculos FEDESARROLLO....

Dada la importancia que ha adquirido el problema de insuficiencia de materias primas, y con el fin de evaluar un poco más de cerca el efecto que el control de importaciones de bienes intermedios y de capital tiene sobre la producción industrial, FEDESARROLLO incorporó un cuestionario especial sobre abastecimiento de insumos importados en la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de junio de 1985. Manteniendo las características fundamentales de la EOE, este formulario se con-

centró en preguntas de carácter cualitativo sobre tópicos como el impacto que la escasez de insumos importados tiene sobre el ritmo de producción de la empresa, el tipo de insumos que más se demandan, los canales de adquisición de este tipo de insumos, el tipo de problemas que se considera más grave en relación con la importación de insumos, la magnitud de las existencias de los principales insumos importados y la percepción por parte de los empresarios sobre las posibilidades de sustituirlos

CUADRO II-2

REPRESENTATIVIDAD DE LA MUESTRA E IMPORTANCIA DEL PROBLEMA

	Julio de 1984	Junio de 1985
A. Número de empresas que responden la EOE	377	391
B. Número de empresas que responden el formulario especial	203	285
C. Coeficiente de respuesta (B/A)	53,8%	72,9%
D. Número de empresas con problemas de abastecimiento de insumos importados	149	219
E. Importancia del problema		
— Entre quienes responden el formulario (D/B)	73,4%	76,8%
— Entre el total de empresas (D/A)	39,5%	56,0%

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO.

por insumos producidos domésticamente o, en su defecto, de entrar a producirlos en un futuro cercano. Tal ejercicio ya se había efectuado en julio del año anterior³, lo cual permitirá efectuar algunas comparaciones sobre las características de los controles y sus efectos a través del tiempo sobre la actividad industrial.

B. Principales resultados de la Encuesta

En el Cuadro II-2, se observa que de las 285 empresas que diligenciaron el formulario especial, 191 —el 76,8%— declararon tener o haber tenido problemas de abastecimiento de insumos importados. Este porcentaje resultó ser sólo ligeramente supe-

rior al encontrado al año anterior, cuando fue del 73,4%. Sin embargo, ello no indica que la gravedad del problema se haya mantenido prácticamente inmodificada, ya que el porcentaje de empresas que dio respuesta al formulario especial se elevó del 54% al 73%, lo cual indica, al menos, que un número mayor de empresas se considera afectado por los controles a las importaciones.

Los sectores donde el problema ha revestido la mayor importancia son metálicas básicas, productos metálicos, maquinaria y equipo, minerales no metálicos y químicos. Vale la pena señalar que justamente en estos sectores aumentó el coeficiente de respuesta al formulario, lo cual sugiere que las restricciones han afectado a una mayor proporción del total de empresas de esas industrias (Cuadro II-3).

³ Algunos de los principales resultados de la encuesta del año anterior fueron presentados en el número de octubre de 1984 de *Coyuntura Económica*.

CUADRO II-3

IMPORTANCIA DEL PROBLEMA DE ABASTECIMIENTO DE INSUMOS

	Como %o de empresas que responden el formulario		Como %o de empresas de la EOE	
	1984	1985	1984	1985
Alimentos, bebidas, tabaco	60.0	69.6	26.9	46.4
Textiles, confecciones y cuero	65.8	73.1	42.2	49.3
Madera y sus productos	41.7	43.7	23.8	18.8
Papel, imprentas	68.8	60.0	45.8	40.0
Químicos	88.6	77.4	54.2	63.1
Minerales no metálicos ¹	72.7	75.0	36.4	62.5
Metálicos básicos	100.0	100.0	57.1	90.0
Productos metálicos, maquinaria y equipo	82.2	80.9	40.7	70.8
Manufacturas diversas	—	14.3	—	14.3
TOTAL	73.4	72.9	39.5	56.0

¹ Excepto petróleo y carbón.

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial de FEDESARROLLO.

El Cuadro II-4 permite constatar que ha habido una incidencia negativa de la escasez de insumos importados sobre el ritmo de producción industrial. Si bien sólo el 13.20% de las empresas con problemas de abastecimiento de insumos importados declararon haberse visto obligadas a suspender totalmente su producción en 1985, este porcentaje es cuatro veces superior al encontrado el año anterior. Los mayores controles condujeron también a suspensiones parciales de la producción en algunas secciones o divisiones de las empresas en el 46.60% de los casos, coeficiente que resulta superior al encontrado el año anterior (29.50%). De otra parte, el porcentaje de empresas con problemas de abastecimiento de insumos importados que se vio obligado a reducir el ritmo de actividad se mantuvo en un nivel similar al encontrado

el año anterior (43.80% frente a 45.60% en 1984). De este conjunto de estadísticas resulta claro que la persistencia de los controles cuantitativos a las importaciones afectó adversamente posibilidades de producción de una proporción relativamente grande de empresas y mayor que en 1984.

La discriminación de las cifras a nivel sectorial muestra nuevamente que los sectores más afectados son los de productos químicos, metálicos básicos y maquinaria y equipo, lo cual concuerda con lo encontrado el año anterior. No obstante, es de destacar el hecho de que las suspensiones totales de producción se extendieron a un mayor número de sectores en 1985 y que, en general, la situación es ahora más difícil en casi todos los sectores. Sin embargo, las

CUADRO II-4
PORCENTAJE DE EMPRESAS QUE HAN TENIDO QUE
SUSPENDER O REDUCIR PRODUCCION
 (En relación con las empresas que declararon tener problemas)¹

Sectores	Suspenden totalmente		Suspenden parcialmente		Reducen ritmo	
	1984	1985	1984	1985	1984	1985
Alimentos, bebidas, tabaco	5.5	15.6	22.0	37.5	28.0	28.1
Textiles, confecciones, cuero	0.0	15.2	25.9	42.4	59.3	39.4
Madera y sus productos	20.0	0.0	20.0	33.3	20.0	100.0
Papel, imprentas,	0.0	10.0	36.4	46.0	27.3	30.0
Químicos	2.6	17.0	33.3	54.7	53.8	50.9
Minerales no metálicos ²	0.0	6.7	25.0	13.3	12.5	20.0
Metálicas básicas	0.0	11.1	75.0	55.6	25.0	55.6
Productos metálicos, maquinaria y equipo	5.4	11.1	27.0	54.0	54.0	52.4
Manufacturas diversas	—	—	—	100.0	—	—
TOTAL	3.3	13.2	29.5	46.6	45.6	43.8

¹ Los porcentajes para cada sector no suman 100 porque las alternativas no son excluyentes.

² Excepto petróleo y carbón.

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial.

dificultades de abastecimientos que señalaban los empresarios del sector de minerales no metálicos no se reflejaron en restricciones importantes a la oferta de este tipo de productos y ni siquiera es claro que tales restricciones de oferta fueran mucho más marcadas que en el año anterior.

El problema más importante en relación con la importación de insumos fue el de la demora en los trámites, el cual fue citado por el 84.50% de las empresas (Cuadro II-5). Sin embargo, llama la atención la forma como ha progresado el problema de rechazo (total o parcial) de las solicitudes, cuya participación relativa se ha multiplicado en relación con el año inmediatamente anterior y es hoy citado por el 61.20% de las empresas, frente a sólo 16.10% en el año anterior. La evolución del coe-

ficiente de rechazos tiende además a igualarse alrededor del 600% en todos los sectores, de forma que aquellos que registraron menores rechazos en 1984 han percibido un mayor agravamiento del problema. Este patrón sugiere también la aplicación de criterios más homogéneos y uniformes de control por parte del IN-COMEX. Sin embargo, es llamativo que ello no haya conducido a una disminución en las demoras, cuya ocurrencia se ha elevado en los sectores diferentes de químicos y minerales no metálicos.

En la encuesta también se indagó por otros posibles obstáculos a las importaciones, que en ningún caso resultaron tan importantes como las demoras o los rechazos en las licencias de importación. En particular, la consecución del crédito comercial si-

CUADRO II-5

PRINCIPALES PROBLEMAS RELACIONADOS CON LA IMPORTACION DE INSUMOS
 (% en relación con las empresas con problemas)¹

Sectores	Demora en los trámites		Rechazo total de solicitudes		Consecución del crédito comercial	
	1984	1985	1984	1985	1984	1985
Alimentos, bebidas, tabaco	66.7	87.5	33.3	40.6	5.5	6.2
Textiles, confecciones, cuero	74.1	87.9	7.4	69.7	29.6	21.2
Madera y sus productos	60.0	66.7	40.0	66.7	0.0	0.0
Papel, imprentas	72.7	100.0	9.1	50.0	0.0	20.0
Químicos	92.3	83.0	12.8	67.9	15.4	7.5
Minerales no metálicos ²	87.5	53.3	12.5	66.7	0.0	20.0
Metálicas básicas	100.0	100.0	0.0	55.6	0.0	22.2
Productos metálicos, maquinaria y equipo	89.2	85.7	18.9	61.9	5.4	19.0
Manufacturas diversas	—	100.0	—	100.0	—	0.0
TOTAL	82.5	84.5	16.1	61.2	11.4	14.6

¹ Los porcentajes para cada sector no suman 100 porque las alternativas no son excluyentes.

² Excepto carbón y petróleo.

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial.

que teniendo una importancia muy baja, si bien ha afectado a más sectores que en 1984. En cualquier caso, el hecho de que sólo sea mencionado por el 14.6% de las empresas que declaran tener problemas frente al 11.4% en 1984 muestra que la imposición de plazos mínimos de giro para el pago de las importaciones decretadas hacia fines de 1984 no ha constituido una restricción adicional de importancia para la realización de las importaciones de los sectores industriales.

En relación con el tipo de bienes demandados con mayor urgencia en la actualidad, la inmensa mayoría de las empresas menciona las materias primas, cerca de la mitad los repuestos y tan sólo una tercera parte los bienes de capital (Cuadro II-6). Estos

resultados son consistentes con la existencia generalizada de excesos de capacidad instalada que viene señalando la EOE regularmente, y semejantes a las encontradas en 1984. No obstante, es apreciable la pérdida de importancia que ha experimentado la urgencia de importar repuestos. Estos patrones generales rigen igualmente para la mayoría de los sectores, pero se observa que en los sectores de alimentos, papel e imprentas y químicos, ha aumentado la vigencia de adquirir bienes de capital en relación con el año anterior. Como se comentó en una sección anterior de este capítulo, alimentos y químicos han sido los dos sectores con producción más dinámica en 1985, en tanto que en el sector de papel e imprentas hay evidencia de restricciones de capacidad para atender la demanda.

CUADRO II-6

TIPO DE IMPORTACIONES DEMANDADAS CON MAYOR URGENCIA
 (% de empresas que mencionan tener problemas)¹

Sectores	Materias primas		Repuestos		Bienes de capital	
	1984	1985	1984	1985	1984	1985
Alimentos, bebidas, tabaco	87.6	87.5	97.0	43.7	15.4	28.1
Textiles, confecciones, cuero	92.6	87.9	68.7	66.7	38.7	45.4
Madera y sus productos	100.0	66.7	80.0	33.3	20.0	0.0
Papel, imprentas	100.0	80.0	80.0	90.0	20.0	50.0
Químicos	98.1	98.1	79.3	30.2	22.6	32.1
Minerales no metálicos ²	62.5	53.3	75.0	80.0	62.5	40.0
Metálicas básicas	75.0	100.0	66.7	77.8	58.3	33.3
Productos metálicos, maquinaria y equipo	100.0	98.4	70.4	38.1	18.5	20.6
Manufacturas diversas	—	100.0	—	0.0	—	100.0
TOTAL	96.9	90.9	76.7	47.9	26.4	31.5

¹ Los porcentajes para cada sector no suman 100 porque las alternativas no son excluyentes.

² Excepto carbón y petróleo.

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial.

Respecto a los canales utilizados para la adquisición de los bienes importados se encontró que la mayor parte de las empresas efectúa las importaciones de manera directa. Una proporción importante acude además a mayoristas, a través de los cuales realiza sólo una parte de sus importaciones. En cambio sólo una proporción muy baja de empresas se dirige exclusivamente a los comerciantes mayoristas para adquirir sus insumos (Cuadro II-7). Estos resultados están afectados por las características de la muestra de la EOE, que incluye un número relativamente alto de grandes empresas. Como es sabido, las empresas de menor tamaño acuden más a la importación a través del comercio, debido a que los costos e inconvenientes de la importación directa les resultan proporcionalmente

más onerosos. Esta apreciación resulta confirmada por las estadísticas sectoriales del Cuadro II-7, puesto que los coeficientes de importación a través del comercio son mayores en las industrias donde priman las pequeñas empresas, como alimentos, o como los subsectores confecciones y productos del cuero que forman parte del sector de textiles, confecciones y cuero.

El Cuadro II-8 muestra que en el período comprendido entre junio de 1984 y el mismo mes de 1985 los niveles de existencias de insumos importados tendieron a disminuir. Haciendo referencia a un máximo de tres insumos importados por empresas, se encontró que en el 64% de los casos los niveles de existencias se han reducido y que sólo en el 12%

CUADRO II-7

CANALES UTILIZADOS PARA LA ADQUISICION DE LOS INSUMOS
(%)

Sector	Importa directa- mente	Adquiere con mayoristas	Directa- mente y mayoristas
Alimentos, bebidas y tabaco	43.2	29.7	27.0
Textiles, confecciones y cuero	47.2	25.0	27.8
Madera y sus productos	50.0	0.0	50.0
Papel, imprenta y editoriales	50.0	10.0	40.0
Químicos	66.1	10.7	23.2
Minerales no metálicos ¹	56.2	12.5	31.3
Metálicas básicas	88.9	11.1	0.0
Productos metálicos, maquinaria, equipo	61.8	4.4	33.8
Manufacturas diversas	0.0	0.0	100.0
TOTAL	57.4	13.9	28.7

¹ Excepto petróleo y carbón.

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial.

CUADRO II-8

NIVEL ACTUAL DE EXISTENCIAS EN RELACION CON EL AÑO ANTERIOR
(% de insumos mencionados por las empresas)¹

Sector	Mayor	Igual	menor
Alimentos, bebidas y tabaco	4.7	18.8	76.5
Textiles, confecciones y cuero	8.9	20.2	70.9
Madera y sus productos	0.0	20.0	80.0
Papel, imprentas y editoriales	9.1	40.9	50.0
Químicos	20.6	25.2	54.2
Minerales no metálicos ²	5.0	15.0	80.0
Metálicas básicas	8.7	30.4	60.9
Productos metálicos, maquinaria, equipo	13.3	25.3	61.3
Manufacturas diversas	0.0	66.7	33.3
TOTAL	11.9	23.8	64.3

¹ Cada empresa podía mencionar hasta 3 insumos importados.

² Excepto petróleo y carbón.

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial.

se registran ahora mayores inventarios. Aunque la frecuencia con la que se han presentado disminuciones en los inventarios es ligeramente menor que en el año anterior, cuando fue del 750/o, es preciso tener en cuenta que en 1983 muchas empresas habían aumentado sus existencias de insumos importados en previsión de eventuales problemas cambiarios. Por consiguiente, aunque las reducciones en el último año pueden ser menos generalizadas, están implicando una agudización mayor del problema. Estos resultados son consistentes con los indicadores recientes sobre disponibilidad total de materias primas (nacionales e importadas) de la Encuesta de Opinión Empresarial, que señalan menores niveles de inventarios en relación con el año anterior y un agravamiento de la restricción de materias primas como impedimento para desarrollar la actividad productiva.

No obstante, la duración promedio de las existencias de que dispone la industria, de mantenerse el actual ritmo de producción, es de cerca de diez semanas, que aunque puede ser un poco baja en términos históricos, no es muy inferior a la encontrada en año anterior, cuando fue sólo ligeramente superior a las once semanas. De otra parte, los indicadores permanentes de la EOE muestran que aunque el problema de la escasez de materias primas en junio de 1985 era más agudo que once meses atrás (tal como lo señala el formulario especial), había empezado a ceder desde principios de 1985, cuando llegó a su punto más crítico. Este es otro indicio de que aunque INCOMEX tardó en reestructurar sus sistemas de asignación de licencias, se ha llegado ya a una etapa de mayor agilidad y depuración de los controles.

Un análisis de fuentes de demanda presentado en una entrega reciente de *Coyuntura Económica* encontró que la mayor producción nacional de bienes intermedios y de bienes de capital en 1984 no había logrado compensar enteramente la disminución de la oferta importada⁴. Las cifras del Cuadro II-9 muestran que, en opinión de los empresarios, las posibilidades de sustitución adicional de importaciones son efectivamente limitadas. Los empresarios consideran que sólo entre un 80/o y un 90/o de los insumos importados pueden sustituirse por insumos equivalentes actualmente producidos en el país o por nuevos productos nacionales en un plazo de uno o dos años. En relación con las posibilidades inmediatas de sustitución, este pesimismo es más grande que el que reinaba el año anterior, cuando las respuestas favorables superaron el 150/o, lo cual sugiere que, en efecto, tales posibilidades fueron en gran medida aprovechadas. Sin embargo, en los sectores de papel e imprentas, manufacturas de madera y alimentos, bebidas y tabaco, las posibilidades de sustitución inmediata son aún relativamente altas. En contraste, en los sectores de textiles, confecciones y cueros y en minerales no metálicos, las posibilidades de sustitución que los empresarios mencionaban hace un año parecen haberse aprovechado ya casi por completo.

Entre las razones aducidas como limitantes a la sustitución de insumos importados predominan ampliamente los factores de oferta, como son la capacidad tecnológica y la calidad, los cuales son citados por la mitad y la cuarta parte de las empre-

⁴ *Coyuntura Económica*, Vol. XV, No. 1 abril de 1985, pp. 47-49.

CUADRO II-9

POSIBILIDAD Y PLAZOS DE SUSTITUCION DE LOS INSUMOS IMPORTADOS
(%o de insumos mencionados por las empresas)¹

Sector	Sustituible por insumos nacionales		Sustituible en un plazo de uno o dos años	
	Si	No	Si	No
Alimentos, bebidas y tabaco	13.1	86.9	16.0	84.0
Textiles, confecciones y cuero	6.5	93.5	12.5	87.5
Madera y sus productos	40.0	60.0	0.0	100.0
Papel, imprentas y editoriales	21.8	78.7	0.0	100.0
Químicos	4.7	95.3	5.9	94.1
Minerales no metálicos ²	2.5	97.5	5.1	94.9
Metálicas básicas	0.0	100.0	8.7	91.3
Productos metálicos, maquinaria y equipo	9.8	90.2	6.8	93.2
Manufacturas diversas	0.0	100.0	33.3	66.7
TOTAL	8.4	91.6	8.6	91.4

¹ Cada empresa podría incluir hasta 3 insumos importados.

² Excepto petróleo y carbón.

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial.

sas respectivamente (Cuadro II-10). En contraste, el tamaño del mercado, que equivale a la restricción de demanda percibida por las empresas, es mencionado sólo en una cuarta parte de los casos. Este factor tiene su mayor importancia en los sectores de productos metálicos, maquinaria y equipo y en manufacturas diversas, cuyos insumos son posiblemente de carácter más específico que en las industrias restantes, lo cual restringe las posibilidades de sustitución.

C. Comentarios finales y conclusiones

Es indudable que el control selectivo a las importaciones ha sido un instrumento de política económica que ha contribuido a corregir los desequilibrios del sector externo desde 1982 y que ha sido un aliciente a la actividad productiva en la mayoría

de los sectores industriales y una fuente de expansión de la demanda interna. Sin embargo, aunque el gobierno ha tratado de asegurar un abastecimiento relativamente adecuado de insumos para lograr una expansión de la producción industrial, el problema de la insuficiencia de insumos importados ha ganado importancia desde la segunda mitad de 1983, especialmente hasta principios de 1985. Aunque la situación se ha mejorado desde entonces, los resultados del formulario aplicado en junio de 1985 muestran aún un deterioro en comparación con doce meses atrás. Un mayor número de empresarios se ha visto afectado por el problema y han sido más frecuentes las suspensiones, totales o parciales, de producción por esa causa.

Un estudio más amplio sobre el tema realizado recientemente en FE-

CUADRO II-10
RAZONES EXPUESTAS COMO LIMITANTES A LA SUSTITUCION
DE INSUMOS
 (%o de insumos mencionados por las empresas)¹

	Tamaño mercado	Tecnolo- gía	Calidad	Capacidad empresa	No existen recursos
Alimentos, bebidas y tabaco	21.9	49.0	26.0	10.4	4.2
Textiles, confecciones y cuero	14.1	43.4	24.2	9.1	2.0
Madera y sus productos	0.0	33.3	11.1	11.1	11.1
Papel, imprenta y editoriales	30.0	43.3	30.0	6.7	0.0
Químicos	27.7	55.3	20.7	14.5	3.1
Minerales no metálicos ²	24.4	51.1	26.7	8.9	4.4
Metálicas básicas	18.5	51.8	25.9	33.3	18.5
Productos metálicos, maquinaria y equipo	39.1	51.3	27.5	4.8	4.2
Manufacturas diversas	33.3	66.7	33.3	66.7	0.0
TOTAL	27.2	50.2	25.0	10.5	4.1

¹ Cada empresa podía incluir hasta 3 insumos importados. Los porcentajes para cada sector no suman 100 porque las alternativas no son excluyentes.

² Excepto petróleo y carbón.

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial.

DESARROLLO⁵ encontró, al igual que esta encuesta, que el mayor problema en relación con la importación de insumos tiene que ver con la demora en los trámites de las licencias de importación. Según dicho estudio, el traslado masivo de posiciones arancelarias entre 1982 y 1984 hacia el régimen de licencia previa, la mayor incertidumbre sobre las posibilidades de acceso futuro a licencias, la presunción por parte de muchos empresarios de que los criterios de selección utilizados por la Junta de Importaciones no son estrictos y de que la multiplicación de solicitudes por un valor más bajo aumenta la posibilidad de aceptación de la licencia (lo cual es sólo parcialmente válido), entre otros factores, aumentaron sustancialmente el "grado de presión" para la concesión de licencias a nive-

les récord entre marzo y junio de 1984. Como consecuencia, se generaron retrasos sistemáticos y considerables en el estudio de las licencias. Los resultados presentados arriba muestran que este problema ha persistido hasta el presente, a pesar de que al mismo tiempo ha aumentado la frecuencia del rechazo total o parcial de las solicitudes. Sin embargo, hay indicios de que los criterios de asignación del cupo de divisas se han venido depurando gracias a un mejor manejo administrativo y de la información sobre las empresas y al traslado de parte del poder decisorio a otras instancias administrativas diferentes a la Junta de Importaciones. Sin embargo, aún es cierto que, como lo encontró el estudio citado, el rechazo de las solicitudes responde en gran medida al criterio de restricciones transitorias de importaciones por falta de divisas, más que a razones claramente proteccionistas.

⁵ Véase el artículo de Leonardo Villar, "El control cuantitativo a las importaciones en Colombia", *Coyuntura Económica*, esta entrega.

Sector Externo

I. INTRODUCCION Y RESUMEN

Las autoridades económicas han continuado dando un manejo activo a la tasa de cambio, cuyo nivel real al concluir el mes de junio era ya sensiblemente superior al de comienzos del año, aunque aún 130/o inferior al promedio de 1975 para la canasta de monedas representativas del comercio de importación del país. Acontecimientos posteriores en los mercados financieros internacionales, que produjeron una devaluación del dólar frente a las monedas de los demás países de la OECD, han mejorado adicionalmente el nivel relativo de nuestra tasa de cambio. A pesar del énfasis que la política económica ha concedido a este instrumento, la virtual eliminación del déficit comercial desde el último trimestre de 1984 debe atribuirse, ante todo, a medidas de control a las importaciones tomadas con anterioridad. Aunque las restricciones recayeron inicialmente sobre el sector privado, en los primeros meses de 1985 han disminuido las licencias concedidas al sector oficial, permitiendo una recomposición de la

cuota global en favor de las importaciones de materias primas para la industria y de equipos destinados a la construcción para los proyectos petroleros.

Las operaciones cambiarias corrientes de carácter comercial han arrojado resultados más favorables que los que muestra la balanza de pagos, debido en este caso a las medidas que impusieron plazos mínimos de giro a las importaciones y a los mayores reintegros cafeteros por cambio en los flujos financieros de la Federación. También la cuenta de capitales en la balanza cambiaria ha registrado una notable mejoría en relación con el año anterior, en razón principalmente de los ingresos generados por el crédito del Fondo Andino de Reservas al Banco de la República y por la disminución en las amortizaciones de créditos privados. El robustecimiento de la situación cambiaria queda manifiesto en la estabilidad de la posición de reservas internacionales del país por encima de US\$1.800 millones en lo corrido del año. Este logro debe atribuirse al

uso de los diversos instrumentos de control directo con que cuenta la política comercial y cambiaria del país, antes que al programa de ajuste aplicado por las autoridades económicas desde mediados del año pasado, o al restablecimiento del crédito externo con la banca privada, y cuyos recursos no han empezado a ingresar al país.

II. EVOLUCION DE LA TASA DE CAMBIO

El manejo del ritmo de devaluación durante el presente año ha tenido como principal objetivo el logro de un nivel de la tasa real de cambio similar al de 1975. Este propósito ha transmitido al ritmo de devaluación las inestabilidades de los tipos de cambio de terceros países. Durante los primeros meses del año, la mayor parte de las monedas europeas y el yen japonés presentaron devaluaciones importantes frente al dólar. Este factor, unido a una mayor inflación interna y al objetivo cambiario perseguido, dio origen a la elevación de la devaluación hasta ritmos anuales equivalentes del 83% en marzo, 79% en abril y 72% en mayo. Hasta finales de marzo, sin embargo, la devaluación no había logrado compensar completamente los efectos adversos de la revaluación del dólar frente a un conjunto importante de monedas. En consecuencia, durante el primer trimestre del presente año se presentó una revaluación real del peso frente al conjunto de monedas de los países más importantes en nuestro comercio exterior.

En los meses siguientes el mercado internacional de divisas sufrió un viraje que revirtió las tendencias observadas durante el primer trimestre. En

efecto, a partir del mes de abril las monedas europeas y el yen japonés presentaron continuas revaluaciones frente al dólar. Internamente, la inestabilidad externa se reflejó entonces en la desaceleración del ritmo de minidevaluaciones, que se situó en niveles anuales equivalentes del 43% en junio, del 49.7% en julio y del 40.7% en agosto. (Ver Cuadro III-1). Sumados estos efectos, la devaluación acumulada durante los primeros ocho meses del año fue del 33.51%, nivel muy superior al de igual período en el año anterior (18.07), y que equivale a una tasa anual del orden de 54.3%.

En el Cuadro III-2 se ve cómo la revaluación real del peso frente a la canasta de monedas de los principales países que intervienen en nuestro comercio exterior durante el primer trimestre del presente año fue más que contrarrestada durante los siguientes tres meses. Cuando se considera la evolución de la tasa de cambio real frente a los Estados Unidos se observa una devaluación real del orden del 4.5% entre el primer y segundo trimestres del presente año, llegando en el pasado mes de junio a un nivel que superaba en un 6.8% el nivel alcanzado por la misma tasa en 1975. La depreciación real del peso frente al conjunto de monedas de los países desarrollados diferentes a Estados Unidos ha sido también sustancial, tanto al ponderar la importancia de esas monedas por el destino de nuestras exportaciones menores como por el origen de nuestras importaciones. En el primer caso, la moneda colombiana presentó una devaluación real de un 10.2% entre el primero y segundo trimestres del presente año, que la llevó a un nivel superior al de los últimos tres años y si-

CUADRO III-1
EVOLUCION DE LA TASA DE CAMBIO OFICIAL

	1982		1983		1984		1985	
	\$/US\$	Variac. anual equiva- lente o/o	\$/US\$	Variac. anual equiva- lente o/o	\$/US\$	Variac. anual equiva- lente o/o	\$/US\$	Variac. anual equiva- lente o/o
Enero	59.84	—	71.45	21.7	90.63	28.2	116.6	32.6
Febrero	60.63	17.0	72.81	25.4	92.53	28.3	120.1	42.6
Marzo	61.40	16.4	74.19	25.3	94.47	28.3	126.3	82.9
Abril	62.21	17.0	75.60	25.3	96.45	28.3	132.58	79.0
Mayo	63.02	16.8	77.04	25.4	98.47	28.3	138.70	71.9
Junio	63.84	16.8	78.51	25.4	100.40	26.2	142.90	43.0
Julio	64.69	17.2	80.00	25.3	102.65	30.5	147.79	49.7
Agosto	65.55	17.2	81.68	28.3	104.81	28.4	152.06	40.7
Septiembre	66.42	17.1	83.40	28.4	107.01	28.3	157.90	57.2
Octubre	67.68	25.3	85.15	28.3	109.26	28.4		
Noviembre	68.97	25.4	86.94	28.4	111.55	28.3		
Diciembre	70.29	25.5	88.77	28.4	113.89	28.3		

Fuente: Bolsa de Bogotá.

* Hasta septiembre 23.

milar al de 1981. En el segundo caso, la devaluación entre los dos primeros trimestres del presente año fue del orden del 9.89/o, situándose en el pasado junio en su nivel más alto desde 1980.

La tasa de cambio real frente a los países de América Latina presentó durante el primer semestre de 1985 un comportamiento diferente según el tipo de ponderación que se haga. Cuando se pondera por el origen de nuestras importaciones no se observa una devaluación real, lo que pone de manifiesto la presencia de depreciaciones similares a la colombiana en los países de la región a quienes les compramos sus productos. Por el contrario, al ponderar por exporta-

ciones, la tasa de cambio frente a los países de América Latina se devaluó en términos reales en un 40/o entre el primero y segundo trimestres del presente año, debido principalmente a la devaluación del peso frente al bolívar como resultado de la estabilidad normal de la tasa de cambio de esta última moneda durante el presente año. Finalmente, cuando se tienen en cuenta todos los países relevantes en nuestro comercio exterior, se encuentra que entre los dos primeros trimestres de 1985 se produjo una devaluación real de 6.10/o tanto para la tasa de cambio real que pondera a los países según nuestras exportaciones menores como para la que se obtiene al utilizar el origen de las importaciones. En este último caso, el nivel de

CUADRO III-2

INDICE DE TASAS DE CAMBIO REALES PONDERADAS
(Base 1980 = 100)

Deflactadas con Índices de Precios al Consumidor

Período (Promedio)	Estados Unidos	Otros países desa- rrollados pondera- dos por		Países de América Latina ponderados por ^a		Total 22 países Ponderados por	
		Exporta- ciones Me- nores	Importa- ciones	Exporta- ciones Menores	Importa- ciones	Exporta- ciones Menores	Importa- ciones
1970-73	128.5	92.2	101.2	124.1	122.3	113.5	115.5
1975	127.1	113.0	114.7	120.8	115.4	119.9	120.1
1977	106.3	94.9	101.8	101.8	96.9	100.7	103.0
1979	100.5	102.7	103.3	94.7	95.7	98.9	100.9
1980	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1981	99.8	83.9	85.4	103.6	102.0	95.5	93.9
1982	100.1	75.8	76.8	96.7	84.8	90.0	87.5
1983-I	102.4	76.1	77.6	89.2	74.9	88.0	87.2
II	102.5	74.1	75.6	75.0	72.4	81.7	85.8
III	107.3	74.1	75.8	79.1	76.8	84.5	88.4
IV	111.7	76.5	78.7	81.9	78.8	87.5	91.7
1984-I	116.1	79.0	81.4	80.5	80.8	88.9	95.0
II	118.7	80.5	83.1	76.1	81.7	88.1	96.9
III	123.7	78.3	80.7	78.8	84.4	89.5	97.9
IV	127.9	78.3	81.3	81.9	85.5	91.7	99.9
1985-I	128.9	74.7	77.6	82.9	85.4	90.9	98.3
II	134.7	82.3	85.2	86.2	86.4	96.5	104.3
Junio	135.8	83.6	86.3	85.1	85.1	96.8	105.0

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

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

la tasa de cambio real es el más alto de los últimos ocho años, encontrándose aún un 120% por debajo de su valor en 1975.

Aunque aún no se dispone de suficientes estadísticas para establecer los niveles de la tasa de cambio real en el tercer trimestre del año, puede afirmarse que se ha presentado una mejoría adicional de consideración,

en particular frente a los países desarrollados diferentes a los Estados Unidos, cuyas monedas fueron revaluadas en relación con el dólar en aproximadamente 50% a fines de septiembre.

Si bien estas circunstancias externas facilitarán el logro del objetivo perseguido por el gobierno, recientemente se ha especulado sobre la posi-

bilidad de que se produzca una devaluación de la moneda venezolana que unificaría el tipo de cambio preferencial de 4.3 bolívares por dólar con la tasa de 7.5 bolívares. Adicionalmente, la tasa "libre" —controlada por el Banco Central— que actualmente fluctúa alrededor de 14 bolívares por dólar se ubicaría a finales del año en niveles cercanos a 15 ó 16 bolívares. Los analistas que han señalado esta eventualidad han alertado al gobierno incitándolo a que, a diferencia de 1983, tome las respectivas medidas compensatorias aumentando la devaluación del peso. Sin embargo, esta recomendación parece infundada, toda vez que desde el punto de vista de nuestras exportaciones menores sólo un porcentaje muy bajo se vería afectado por la devaluación venezolana. En realidad menos de un 50% de los productos colombianos que se colocan en el mercado venezolano ingresan a ese país al tipo de cambio preferencial. Adicionalmente, si lo que interesa es el tipo de cambio según nuestras importaciones, los cálculos realizados por FEDESARROLLO no se alterarían, ya que la mayor parte de nuestras compras a ese país corresponden a productos que tienen una tasa de cambio de 7.5 bolívares por dólar.

El manejo reciente del ritmo de devaluación ha dejado un conjunto de enseñanzas sobre las posibilidades de este instrumento que conviene repasar. En primer lugar, es claro que haber mantenido el régimen de devaluaciones evitó los efectos de desestabilización, incertidumbre, y pérdida de confianza en el manejo cambiario que se habrían tenido con la alternativa de una devaluación abrupta del tipo de cambio. De otra parte, y contrariamente a lo que parece ser la

opinión generalizada, un ritmo de devaluación muy superior a la diferencia entre las tasas de interés internas y externas no se refleja necesariamente en mayores fugas de capitales ni en una desestabilización inmediata del mercado de capitales. Esto se debe a que existe una segmentación entre el mercado de capitales interno y el externo, donde las condiciones vigentes en el primero no reflejan la rentabilidad de las inversiones en el segundo. El grado de segmentación de estos mercados depende, por supuesto, de la firmeza y continuidad de los controles cambiarios, así como de las alternativas de especulación en papeles sustitutos de los activos en el extranjero que se ofrezcan en el mercado. Como es sabido, los Certificados de Cambio han jugado ese papel, probablemente en parte porque el público confiaba que la aceleración de la devaluación era un fenómeno eminentemente pasajero, lo cual no justificaba incurrir en los riesgos de remitir capitales al exterior por un lapso breve para recibir la remuneración adicional de la tasa de interés externa. La estrecha diferencia en la cotización de la divisa entre el mercado oficial y el mercado paralelo sugiere, en efecto, que el público ha esperado ritmos de devaluación inferiores a los observados, lo que implícitamente significa que ha subestimado la duración del ritmo de devaluaciones aceleradas.

A pesar de lo anterior, la actual política de devaluación tiene efectos adversos sobre la economía. La aceleración de la devaluación con el objeto de compensar los mayores ritmos de inflación interna tiende a convalidar el proceso inflacionario, aun cuando las alzas de precios no impliquen pérdida alguna de compe-

tividad externa. En efecto, como fue analizado por *Coyuntura Económica* en su entrega de abril, un alza en el precio de los alimentos, que en su mayoría son bienes no comercializables, no eleva de manera inmediata los costos de producción ni los precios de otros productos, ya que ello sólo podría ocurrir a través de aumentos de salarios, cuyo comportamiento es muy inercial. En cambio, la aceleración de la devaluación sí produce alzas de costos muy rápidamente, a través de los insumos importados, transmitiendo de esta forma el alza inicial a todos los demás precios y debilitando el efecto del cambio de precios relativos sobre la oferta de alimentos.

De otra parte, el objetivo de lograr una tasa de cambio real en un plazo excesivamente breve, como el que se fijó el gobierno para tal fin, no tiene en cuenta que la sensibilidad de las exportaciones a los estímulos de precio es muy reducida en el corto plazo, y que un grupo muy importante de exportaciones, que incluyen el café y los productos mineros, no pueden estimularse por este conducto. En cuanto hace a las importaciones, el nivel de la tasa de cambio es irrelevante en el corto plazo, ya que las compras al exterior se encuentran controladas por métodos administrativos. Siguiendo la experiencia del año 1975, cuando el coeficiente de rechazos de solicitudes de importación fue virtualmente nulo¹, el gobierno considera que el nivel de la

tasa de cambio real de ese año es suficiente para desmontar los controles, de forma que se logre un sistema "no más proteccionista ni más liberal" que el entonces existente². Tal presunción desconoce la influencia que juegan en el nivel de competitividad los factores tecnológicos y las imperfecciones de los mercados, lo cual puede llevar a liberar el comercio de importación en un momento inoportuno, cuando la industria doméstica acusa un gran retraso de inversión e innovación, que sólo podría corregir si existe la confianza sobre la continuidad de los controles, entre otras condiciones. El cálculo de las tasas de cambio reales tampoco tiene en cuenta las divergencias entre el comportamiento de los precios en los mercados domésticos de los países y en el mercado internacional, puesto que utiliza los primeros como patrón de referencia de los cambios de competitividad. Sin embargo, desde 1975 los precios en los mercados internacionales han evolucionado más lentamente que los precios domésticos de los países con los que comercia Colombia, debido a la agudización global del proteccionismo y de las prácticas comerciales no competitivas. Según se aprecia en el Cuadro III-3, los índices de precios relativos de los bienes comercializados no han experimentado una recuperación apreciable en los últimos años, situándose aún en niveles muy inferiores a los de 1975. Por consiguiente, el logro de una tasa de cambio real equivalente a la de ese año puede ser aún insuficiente para asegurar niveles de competitividad comparables con los de entonces para los productos colombianos.

¹ Véase el informe de investigación de Villar, L. "El control cuantitativo a las importaciones en Colombia", publicado en esta misma edición. Aunque no existe un cálculo del "coeficiente de rechazos" para 1975, el inmediatamente más próximo, para 1974, cuando las condiciones fueron muy semejantes, fue de 0.20/o.

² Notas editoriales, *Revista del Banco de la República*, junio de 1985. Pág. 9.

CUADRO III-3
INDICES DE PRECIOS RELATIVOS DE
LOS BIENES COMERCIALIZADOS
(Base 1980 = 100)

Período (promedio)		Importaciones ^a	Exportaciones menores ^b
1970-73		131.7	96.1
1975		138.1	124.5
1977		107.0	125.3
1979		102.7	93.7
1980		100.0	100.0
1981		97.7	93.5
1982		91.6	82.6
1983	I	89.3	79.4
	II	84.1	80.6
	III	89.4	86.7
	IV	92.9	92.1
1984	I	96.0	95.6
	II	99.4	97.5
	III	102.4	97.5
	IV	106.8	98.2
1985	I	104.5	96.3
	II	104.8	90.9
	Julio	106.5	90.8

^a Índice de precios al por mayor de productos importados dividido por el de bienes producidos y consumidos internamente.

^b Índice de precios al por mayor de productos exportados sin café dividido por el de bienes producidos y consumidos internamente.

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

En suma, la búsqueda de valores más elevados de la tasa de cambio real debe mantenerse como un objetivo de política aún después de que se recupere el nivel de 1975. Sin embargo, éste debe ser un objetivo de mediano plazo, puesto que las condiciones de competitividad no reflejan

de inmediato ni en forma precisa las fluctuaciones cambiarias ni de precios domésticos. Utilizar el manejo cambiario para contrarrestar estas fluctuaciones en el muy corto plazo debilita la eficacia del instrumento y contribuye a transmitir las inestabilidades externas a la economía.

III. BALANCE COMERCIAL

A. Evolución global

Como resultado de un crecimiento en los reintegros por exportaciones y de una reducción en los giros por importaciones, el balance comercial de la balanza cambiaria presentó durante los primeros ocho meses del año un superávit de US\$547 millones. Este superávit constituye una mejoría en cerca de US\$1.000 millones en el balance comercial con respecto al mismo período en el año anterior. Un porcentaje importante del incremento en los reintegros por exportaciones tiene su origen en el sector cafetero, que aumentó sus reintegros en un 21.90% en relación con el mismo período en 1984. Tal como lo señaló en la edición anterior *Coyuntura Económica*, el crecimiento en los reintegros por exportaciones de café estuvo asociado con una menor cancelación de pasivos en el exterior por parte de la Federación, lo cual permitió unos ingresos superiores de divisas por este concepto; a pesar de los menores precios internacionales vigentes durante el presente año. Aunque los reintegros de los demás productos de exportación también aumentaron significativamente entre los dos períodos (160%), el rubro que presentó un mayor crecimiento fue el de las compras de oro (56.60%). Sin embargo, es importante señalar que este crecimiento es muy inferior al observado en los primeros cuatro meses del año (90.70%), lo cual pone de manifiesto el relativo agotamiento de la medida que concedió un sobreprecio del 300% a las compras de oro para estimular su producción. Finalmente, la balanza cambiaria registra una disminución del 29.30% en los giros de importa-

ción durante los primeros ocho meses del año en relación con el mismo período en 1984. La contracción en los giros por importación de petróleo y derivados, los mayores controles a las importaciones y la imposición de plazos mínimos de giro son los principales factores explicativos de este comportamiento.

Según los registros del INCOMEX (Cuadro III-4), la balanza comercial presentó en el período enero-julio del presente año un déficit de US\$598 millones, inferior en cerca de US\$168 millones al del mismo período en 1984. Cabe advertir, sin embargo, que las estadísticas de esta entidad no registran las exportaciones de hidrocarburos ni las compras de oro, cuyo valor en el mismo período compensa casi por completo dicho déficit. A pesar de la reducción en el desbalance comercial en relación con el año anterior, es importante señalar además, que el ritmo al que éste venía disminuyendo se desaceleró en los últimos meses como resultado de una mayor aprobación mensual de licencias en comparación con los últimos meses de 1984.

Estas mismas tendencias pueden corroborarse al analizar las cifras de manifiestos de aduana para el período enero-mayo. Según esta fuente, cuya metodología se asimila a la de balanza de pagos, durante los primeros cinco meses del año se presentó un virtual equilibrio comercial, ya que el déficit fue de solamente US\$2.7 millones. Este monto es inferior al de igual período en el año anterior, principalmente como resultado de la disminución en las importaciones (-140%).

CUADRO III-4
BALANCE COMERCIAL SEGUN REGISTROS DEL INCOMEX
Enero-Julio
(Millones de dólares)

	1984	1985*	1985/84
1. Exportaciones	1.682.9	1.857.3	+10.36
a. Café	1.030.3	1.113.6	+ 8.09
b. Otros ¹	652.6	743.7	+13.96
2. Importaciones	2.448.9	2.455.4	+ 0.26
3. Balance comercial	- 766.0	- 598.1	

* Cifras provisionales

¹ Netos de ajustes por anulaciones y modificaciones en valor. No incluyen exportaciones de combustibles y lubricantes ni compras de oro.

Fuente: INCOMEX.

CUADRO III-5
BALANCE COMERCIAL SEGUN MANIFIESTOS DE ADUANA
Enero-Mayo
(Millones de dólares)

	1983	1984	1985	1985/84
1. Exportaciones	1.226.8	1.397.2	1.480.1	5.9
a. Café	649.3	691.6	752.1	8.7
b. Otros ¹	577.5	705.6	728.0	3.2
2. Importaciones	1.948.3	1.717.0	1.477.4	- 14.0
3. Balance comercial	- 721.5	- 319.8	- 2.7	

¹ Incluye exportaciones de hidrocarburos

Fuente: DANE.

CUADRO III-6
BALANZA COMERCIAL DE COMBUSTIBLES
Enero-Mayo
(Millones de dólares FOB)

	1983	1984	1984/83 o/o	1985	1985/84 o/o
Exportaciones	162.6	199.3	+ 22.6	350.0	+ 75.6
Importaciones	308.5	172.5	- 44.1	211.2	+ 22.5
Balance comercial	- 145.9	26.8	...	138.7	+ 540.1

^a Capítulo 27 de la clasificación Nabandina (incluye carbón).

Fuente: DANE.

La evolución global del balance comercial externo ha sido especialmente favorecido por el resultado de las transacciones externas de combustibles. Cerca de una tercera parte de la corrección del déficit externo en los cinco primeros meses de 1985, en comparación con el año anterior, es atribuible al balance de combustibles, cuyo superávit aumentó en unos US\$110 millones en ese período. El inicio de las exportaciones de carbón del Cerrejón Norte y las mayores ventas de hidrocarburos generaron este resultado.

B. Exportaciones de café

Las cifras de manifiestos de aduana sobre ventas de café muestran que hasta el mes de mayo las exportaciones del grano habrían aumentado en un 8.70%, lo cual implica crecimientos aún mayores de volumen, dado que las cotizaciones fueron comparativamente inferiores frente a las de un año atrás (Cuadro III-7). Una tasa de crecimiento muy semejante, del 8.10%, se deduce de las estadísticas de registros de INCOMEX para los siete primeros meses del año. Sin embargo, los valores reintegrados por concepto de exportaciones del grano muestran tasas de crecimiento muy superiores, del orden del 250% en el mismo período, que no reflejan estrictamente la evolución de las ventas efectivas. Como es conocido, estas cifras se encuentran afectadas por el manejo de las operaciones financieras externas de la Federación, que en 1984 condujeron a cancelar pasivos al exterior, reduciendo los reintegros. Los acuerdos logrados con el gobierno para detener este proceso en 1985 se han manifestado en reintegros más elevados en lo corrido del año, forta-

leciendo la situación cambiaria del país.

En cuanto hace al mercado cafetero mundial, su evolución ha estado determinada por los términos del Acuerdo Internacional del Café. En el mes de septiembre concluyó el año cafetero 1984/1985, que se inició con una cuota global de 59 millones de sacos, posteriormente ampliada en dos millones más en razón de las altas cotizaciones del grano que prevalecieron durante el mes de octubre de 1984. El aumento de la cuota propició una reducción acelerada en los precios del grano, que condujo en el mes de diciembre a modificar nuevamente la cuota, esta vez reduciéndola en un millón de sacos. Aún así, a principios de 1985 el lento crecimiento de la demanda hacía prever un deterioro en los precios.

Tal cosa no ocurrió, sin embargo de manera inmediata, puesto que algunos países africanos, centroamericanos y en especial el Brasil tuvieron dificultades originadas por retrasos en la producción, mala calidad y demoras en los embarques, lo cual evitó un nuevo deterioro de los precios. A partir del pasado mes de junio, cuando fueron solucionados los problemas de los productores y se aceleraron los embarques en un período de baja demanda, tuvo lugar una continua disminución en los precios, que produjo dos recortes sucesivos de un millón de sacos cada uno en la cuota global. Estas reducciones revitalizaron el mercado, pero las cotizaciones en los últimos meses del año cafetero se mantuvieron muy por debajo del promedio del primer semestre.

Estas experiencias enseñan que resulta inapropiado establecer cuotas

CUADRO III-7
PRECIO INTERNACIONAL DE CAFE SUAVE^a
 (Centavos de dólar por libra de 453.6 gramos)

	1983	1984	1985
Enero	128.5	143.1	145.3
Febrero	125.9	145.7	143.7
Marzo	124.3	148.0	141.27
Abril	124.0	150.4	140.66
Mayo	128.0	149.9	141.94
Junio	126.4	146.6	141.16
Julio	127.9	143.4	134.31
Agosto	127.0	145.3	132.93
Septiembre	132.5	141.2	
Octubre	141.2	136.1	
Noviembre	145.5	140.2	
Diciembre	146.5	140.6	
Promedio	131.5	144.2	

^a Precio promedio en Nueva York de los cafés "Otros suaves"

Fuente: FEDECAFE

demasiado ambiciosas, que a la postre conducen a inestabilizar el mercado y a deteriorar las cotizaciones. Una cuota global entre 57 y 58 millones de sacos resulta aconsejable para evitar estos desenlaces. Adicionalmente, es necesario establecer mayores controles al cumplimiento trimestral de las cuotas por parte de los países productores, puesto que los países que incumplen en sus embarques en los tres primeros trimestres tratan de exportar el faltante de la cuota anual durante el último trimestre (julio-septiembre) con el fin de evitar reducciones en su participación para el año siguiente, con lo cual desestabilizan los precios.

En las pasadas negociaciones de septiembre se aprobó una cuota global de 58 millones de sacos y se mantuvo una franja de precios idéntica al

año cafetero 1984-1985 (entre US\$1.20 y US\$1.40 la libra). Dadas las dificultades para aplicar el sistema vigente en el acuerdo para la repartición de la cuota —una parte fija y otra variable según el monto de los inventarios—, que favorecería a Colombia en su calidad de máximo acumulador de existencias, se mantuvo la distribución ad-hoc que ha operado en los últimos años y que asigna a Colombia un 14.90% del monto total exportado a los países miembros del pacto. En estas negociaciones se buscaron mecanismos para imponer sanciones a los países que presenten subembarques y realicen ventas a no miembros por debajo de unos precios mínimos. Sin embargo, la falta de consenso entre los países consumidores entorpeció la adopción de medidas concretas en esta materia.

D. Importaciones

1. Evolución de las importaciones aprobadas

La sujeción del INCOMEX al presupuesto de US\$250 millones mensuales para la aprobación de licencias adoptado en marzo de 1984 ha garantizado una cierta estabilidad en el volumen total de importaciones, aunque no en su composición. La distribución de la cuota global se ha modificado considerablemente desde principios de 1984, reflejando los cambios en las prioridades en la política de importaciones. Así, durante el primer semestre de 1985 las importaciones aprobadas ascendieron a US\$2.056.3 millones, cifra que representa una disminución de un 5.60/o en comparación con el mismo período en 1984, y que es el resultado de un aumento del 12.50/o en las importaciones aprobadas al sector privado, y de una contracción abrupta, del 46.40/o, en el monto asignado al sector público, que en gran medida refleja las menores adquisiciones de combustibles (-62.40/o). La evolución de las importaciones según su forma de pago se caracteriza por una reducción del 16.80/o en las realizadas mediante licencias reembolsables, mientras que las no reembolsables y las realizadas a través del sistema de Plan Vallejo registran crecimientos del orden del 62.80/o y del 18.10/o, respectivamente. De otra parte, las importaciones que se encuentran en el régimen de libre experimentan una fuerte contracción durante el primer semestre de 1985. Después de representar el 22.30/o del total de importaciones aprobadas en los seis primeros meses de 1984, su participación se contrae al 9.70/o en 1985. Esta reducción, del 58.90/o entre los períodos

señalados, ha permitido un crecimiento del 9.40/o en las importaciones que se encuentran en el régimen de licencia previa, que ha resultado favorecido en la asignación del cupo. (Cuadro III-8).

La reducción de US\$308 millones (16.80/o) en las importaciones reembolsables con cargo al presupuesto se explica en su mayor parte por la disminución del 13.10/o en las realizadas mediante giro ordinario, dentro de las cuales las aprobadas con plazos superiores a un año se contraen en US\$221 millones (-73.50/o) durante el primer semestre de 1985 en comparación con igual período en el año anterior. Las importaciones reembolsables cuyo pago se hace mediante giro ordinario con plazo inferior a un año, pero superior a los seis meses, que es el plazo mínimo establecido en la Resolución 83 de 1984, aumentan en un 1.80/o durante el primer semestre entre 1984 y 1985. De esta forma, estas últimas importaciones ganan participación dentro del total del giro ordinario, al pasar de un 80.20/o en el primer semestre de 1984 a un 94.00/o en igual período del presente año, lo que en parte refleja la prioridad asignada a la importación de materias primas y bienes intermedios, como se señala enseguida.

La evolución de las importaciones ha diferido según su destino económico. En particular, las importaciones de bienes de capital han presentado una notoria disminución entre el primer semestre de 1984 y 1985, al caer en un 13.30/o. Este resultado obedece a las menores importaciones de equipo de transporte, cuya reducción entre los períodos mencionados es del 470/o (Cuadro III-9).

CUADRO III-8

**IMPORTACIONES APROBADAS SEGUN CARACTER DEL IMPORTADOR
FORMA DE PAGO Y REGIMEN**

(Millones de dólares, FOB)

Enero-Junio

	1984	1985	1985/84
I. Carácter del importador			
1. Privado	1.508.8	1.698.1	+ 12.5
2. Oficial	668.7	358.2	- 46.4
a. Combustibles	193.5	72.7	- 62.4
b. Otros	475.2	285.5	- 39.9
II. Forma de pago			
1. Reembolsables	1.833.4	1.525.6	- 16.8
a. Giro ordinario	1.508.4	1.310.5	- 13.1
b. Compensación	12.0	27.7	+130.8
c. Créditos y regímenes especiales	313	187.4	- 40.1
2. No reembolsables	278.4	453.2	+ 62.8
3. Plan Vallejo	65.7	77.6	+ 18.1
III. Régimen ¹			
1. Libre	485.3	199.5	- 58.9
2. Previa	1.626.6	1.779.3	+ 9.4
IV. Total	2.177.5	2.056.3	- 5.6

¹ Excluye Plan Vallejo.

Fuente: INCOMEX.

Las importaciones de materias primas y productos intermedios presentan un ligero retroceso debido enteramente a las menores compras de combustibles (-32.2%), ya que aquellas dirigidas a la agricultura se mantienen inmodificadas y las destinadas a la industria aumentan en 5.7%. En relación con los bienes de consumo, los no duraderos se reducen en un 16.4%, mientras que los duraderos aumentan en un 10.5%, produciendo en el agregado una disminución del 4.3%. El crecimiento de las importaciones de bienes de consumo duradero no ha implicado, sin embargo, mayores erogaciones

cambiarias, ya que se ha efectuado bajo el régimen de no reembolsables, que registra un aumento del 228% para este tipo de bienes.

El cambio más importante en los patrones de asignación de cupo de divisas para importación lo constituye la pérdida de participación de las importaciones oficiales, que pasa de representar el 30.7% de las importaciones totales el primer semestre de 1984, al 17% un año después. El conjunto de las importaciones oficiales disminuye un 46.4% en el período, pero el comportamiento es muy heterogéneo entre los diferentes

CUADRO III-9
IMPORTACIONES TOTALES SEGUN USO O DESTINO ECONOMICO
Enero-Junio
(Millones de dólares)

	1984	1985	1985/84
I. Bienes de consumo	214.8	205.5	- 4.3
1. No duradero	118.6	99.2	- 16.4
2. Duradero	96.2	106.3	10.5
II. Materias primas y productos intermedios	1.173.2	1.159.3	- 1.2
3. Combustibles	199.4	135.2	- 32.2
4. Para la agricultura	91.4	91.8	- 0.1
5. Para la industria	881.9	932.3	5.7
III. Bienes de capital	761.8	660.4	- 13.3
6. Materiales de construcción	45.2	161.0	256.2
7. Para la agricultura	24.8	26.0	4.8
8. Para la industria	420.0	329.2	- 21.6
9. Equipo de transporte	271.8	144.1	- 47.0
IV. Diversos	27.7	31.1	
TOTAL	2.177.5	2.056.3	- 5.6

Fuente: INCOMEX

tipos de bienes. La disminución de las importaciones oficiales de bienes de capital se manifiesta en todos sus componentes excepto en equipos destinados a la construcción, que aumentan en un 34.10/o. La variación de las importaciones de materias primas y bienes intermedios está muy influida por las menores compras de combustibles (-62.40/o), ya que las materias primas importadas por el sector oficial con destino a actividades industriales no registran grandes variaciones, y las destinadas a la agricultura, aunque se doblan con respecto al año anterior, tiene una importancia insignificante en el agrega-

do. Finalmente, el valor de las importaciones de bienes de consumo permanece prácticamente inmodificado, manteniéndose la preponderancia de los bienes duraderos dentro de este grupo.

Las solicitudes de importación por el régimen de licencia previa que se presentaron durante el primer semestre de 1985 totalizaron US\$2.827 millones, en tanto que el valor de los registros otorgados por el mismo régimen fue de US\$1.779 millones en el mismo período, lo cual implica un coeficiente de rechazos del 370/o. Este coeficiente, que constituye una

CUADRO III-10
IMPORTACIONES OFICIALES SEGUN USO O DESTINO ECONOMICO
Enero-Junio
(Millones de dólares)

	1984	%	1985	%	1985/84
I. Bienes de consumo	47.8	7.1	48.3	13.5	1.0
1. No duradero	6.3	0.9	7.4	2.1	17.5
2. Duradero	41.5	6.2	40.9	11.4	1.4
II. Materias primas y bienes intermedios	302.6	45.3	192.8	53.8	- 36.3
3. Combustibles	193.5	28.9	72.7	20.3	- 62.4
4. Para la agricultura	4.2	0.6	9.1	2.5	116.7
5. Para la industria	104.9	15.7	111.0	31.0	5.8
III. Bienes de capital	313.3	46.9	111.4	31.1	- 64.4
6. Construcción	21.5	3.2	28.7	8.0	34.1
7. Agricultura	4.4	0.7	0.7	0.2	- 84.1
8. Industria	157.7	23.6	70.3	19.6	- 55.4
9. Equipo de transporte	129.8	19.4	11.7	3.3	- 91.0
IV. Diversos	5.0	0.7	5.7	1.6	14.0
TOTAL	668.7	100.0	358.2	100.0	- 46.4

Fuente: INCOMEX.

buena medida del "grado de presión" de las demandas de importación, resulta ligeramente superior al calculado para el segundo trimestre del año anterior (30.1%) y el más alto desde que se dispone de cálculos comparables para este indicador³. El relativo deterioro de la situación de abastecimiento de bienes importados en relación con el año anterior queda también confirmado por indicadores sobre el sector industrial que se analizan en el capítulo sobre Actividad Económica Sectorial. Sin embargo, se requieren dos precisiones. De una parte, existe también evidencia de

que el punto más crítico en la situación de abastecimiento se alcanzó hacia fines del año pasado o principios del actual; a partir de entonces la severidad del problema ha disminuido. De otro lado, el coeficiente de rechazos de las solicitudes de licencias es bastante desigual entre diferentes tipos de importaciones. Así, mientras que el 55.5% de las solicitudes en el último semestre correspondió a bienes intermedios, y el 34.9% a bienes de capital, las aprobaciones tendieron a favorecer al primer tipo de bienes, los cuales participaron con el 64.5% de las licencias reembolsables, a costa de aquellas destinadas a la importación de bienes de capital, cuya participación fue del 23.4%.

³ Véase Villar, L., *op. cit.*

2. Importaciones efectivas y giros

En el Cuadro III-11, se observa la evolución trimestral de los registros, los manifiestos de aduana y los giros por importación de bienes. El comportamiento de estos indicadores es muy disímil, debido a la influencia que han ejercido diferentes decisiones de política sobre los montos y las etapas de perfeccionamiento de las importaciones. Como es conocido, el mecanismo básico de control a las importaciones lo constituye la asignación de licencias por parte de INCOMEX. Las cifras del cuadro muestran que esta herramienta se aplicó con mayor severidad desde el segundo trimestre de 1984, cuando el INCOMEX debió sujetarse al presupuesto de divisas fijado por la Junta Monetaria, lo cual inicialmente produjo una contracción abrupta en los permisos, que luego han tendido a estabilizarse alrededor de los US\$1.000 millones trimestrales, incluyendo en este valor las importaciones no reembolsables que no castigan el presupuesto. Es previsible que en el segundo semestre del año se sobrepase este monto, ya que como resultado de la contratación de un crédito por US\$300 con el Banco Mundial con el objetivo de financiar importaciones para las actividades exportadoras, se amplió el presupuesto de divisas en US\$230 millones. Adicionalmente, es de esperarse que comiencen a manifestarse en los próximos meses los efectos del traslado al régimen de libre de algunas posiciones arancelarias y del establecimiento de los sistemas especiales de importación-exportación SIEX.

Por su parte, las importaciones según manifiestos de aduana han continuado descendiendo como efecto re-

zagado de las mismas decisiones de política que afectaron los registros aprobados durante la mayor parte del año anterior. En efecto, durante el primero y segundo trimestres del presente año las importaciones según el DANE disminuyeron en un 11.30/o y un 13.20/o respectivamente en relación con los mismos períodos en 1984. Aunque posiblemente a tasas más moderadas, las importaciones según manifiestos mantendrán un comportamiento descendente en relación con 1984, ya que las mayores aprobaciones de registros que se esperan para los meses venideros sólo se reflejarán sobre las importaciones efectivas de 1986. Finalmente, los giros cambiarios por importaciones de bienes han disminuido en los primeros trimestres del presente año, principalmente como resultado del establecimiento de plazos mínimos de giro según Resolución 83 de 1984. Recientemente esta medida fue modificada por las Resoluciones 37 y 41 de 1985, que redujeron de 3 a 2 años el plazo permitido para las importaciones de equipos y bienes de capital; de 18 a 11 meses el aplicable a bienes intermedios, y de 18 a 3 meses el de algunas importaciones de bienes intermedios de origen minero y químico. Según se analiza en el capítulo sobre Actividad Económica Sectorial, no hay evidencia de que la imposición de los plazos de giro haya representado una restricción adicional para efectuar las importaciones. El relajamiento de esta medida resulta por lo tanto injustificado, máxime cuando ha sido decisiva para el fortalecimiento de la situación cambiaria del país.

E. Exportaciones menores

Según los registros del INCOMEX, las exportaciones menores crecieron

CUADRO III-11

INDICADORES DE LAS IMPORTACIONES TRIMESTRALES 1982-1984

(Millones de dólares FOB)

Trimestre	1983	1984	1985	1984/83 o/o	1985/84 o/o
I. Registros de importación					
I	1.459.9	1.354.6	1.007.3	- 7.2	- 25.6
II	1.265.6	822.9	1.049.0	- 35.0	+ 27.5
III	1.270.1	876.8		- 31.0	
IV	1.034.6	928.1		- 10.3	
TOTAL	5.030.2	3.982.4		- 20.8	
II. Importaciones según manifiestos de aduana					
I	1.169.4	987.7	874.38	- 15.7	- 11.3
II	1.135.8	1.041.5	904.5*	- 8.3	- 13.2*
III	1.043.6	1.090.4		+ 4.5	
IV	1.122.5	934.4		- 16.8	
TOTAL	4.471.3	4.052.0		- 9.4	
III. Giros por importaciones de bienes					
I	817.4	880.9	560.6	7.8	- 36.4
II	681.6	680.1	548.5	- 0.2	- 19.3
III	847.1	855.8		2.7	
IV	759.8	608.0		- 20.0	
TOTAL	3.105.9	3.024.8		- 2.6	

* Estimado con cifras hasta mayo

Fuentes:

I INCOMEX, OID, Estadística

II DANE

III Banco de la República

en un 12.90/o durante el primer semestre de 1985 en comparación con igual período en el año anterior. Las exportaciones diferentes a café pasaron de un monto total equivalente a los US\$624.4 millones en el primer semestre de 1984, a una cifra del orden de los US\$704.8 millones en el presente año, monto éste que, si bien implica una recuperación del nivel del mismo período en el año de

1982, todavía es inferior en un 8.50/o al correspondiente a 1981. Adicionalmente, al excluir las exportaciones de carbón y ferroníquel, las menores restantes crecen en sólo 3.30/o, lo cual pone de manifiesto que la recuperación es atribuible casi por completo al importante crecimiento de las exportaciones mineras durante los primeros seis meses del presente año, en especial las de car-

bón, que se incrementan en un 1920/o, y las de ferroníquel, cuyo aumento es del 700/o (Cuadro III-12).

El inicio de operaciones en el Cerrejón Zona Norte ha otorgado gran dinamismo a las exportaciones de carbón en el presente año, ya que del total registrado en el primer semestre, el 600/o provino de esta zona, el 220/o de la Zona Central y el 180/o restante de las demás regiones productoras del país. Aunque las tendencias de los precios han sido desfavorables, se espera que durante 1985 las exportaciones de este producto superen los US\$120 millones, colocándose así en el tercer lugar entre las exportaciones menores, después del banano y las flores. En contraste, las expectativas que se tenían sobre el ferroníquel han resultado afectadas por factores técnicos que han obligado a interrumpir el proceso de fundición en Cerromatoso. Sin embargo, la mayor productividad que se obtendrá una vez reparado el horno y el fortalecimiento del mercado internacional permiten predecir alguna recuperación de estas exportaciones durante los últimos meses del año.

A diferencia de lo ocurrido en los últimos años, durante 1985 las exportaciones industriales han sido más dinámicas que aquéllas de origen agrícola. La reducción de las exportaciones agropecuarias ha afectado especialmente las ventas externas de banano, azúcares crudos, carnes y cacao, entre otros. La disminución en el valor de las exportaciones de banano (210/o) se explica enteramente por menores volúmenes de venta, debido a que la producción ha sido afectada por un intenso verano y por brotes de sigatoka negra. En cambio, el deterioro del mercado internacio-

nal ha sido el causante del pobre desempeño de las exportaciones de azúcar. A pesar de que los volúmenes exportados de este producto en el primer semestre del año triplicaron los del mismo período de 1984, la depresión de las cotizaciones ha sido de tal magnitud que el valor total de las ventas se contrajo en 90/o. Las exportaciones de carne, a su turno, han llegado a niveles prácticamente insignificantes después de una nueva caída del 710/o durante el primer semestre de 1985 en comparación con el año anterior, como resultado de las menores cantidades exportadas al mercado venezolano. Esta situación no parece fácilmente revertible en el corto plazo, dadas las perspectivas de la evolución de la economía venezolana y las dificultades de acceso a otros mercados donde se enfrenta una mayor competencia. Otro de los productos que ha contribuido al deterioro en las exportaciones agropecuarias ha sido el cacao. Este artículo vio disminuido el valor de sus exportaciones en un 77.30/o como resultado de un menor precio internacional, conjugado con una serie de medidas internas, que como la eliminación del CERT y la fijación de un precio mínimo de reintegro demasiado alto dificultaron su exportación. El comportamiento desfavorable de los productos agropecuarios mencionados fue atenuado, sin embargo, por el crecimiento de las exportaciones de flores, tabaco, algodón y mariscos. En efecto, las exportaciones de flores aumentaron en un 11.30/o entre los dos períodos en consideración, mientras que la recuperación en la producción interna de algodón permitió un mayor valor en las exportaciones por este concepto, a pesar de la reducción en el precio internacional. Las exportaciones de taba-

CUADRO III-12
EXPORTACIONES APROBADAS POR SECTORES
Y RENGLONES PRINCIPALES
Enero-Junio

	Cantidades (Miles de toneladas)			Valor (Millones de dólares)		
	1984	1985	1985/84	1984	1985	1985/84
I. Café	300.6	313.5	4.3	885.6	918.9	3.8
II. Principales productos agropecuarios	631.2	646.5	2.4	266.7	260.2	- 2.4
1. Plátanos	515.4	393.8	- 23.6	104.2	82.3	- 21.0
2. Flores	24.5	29.0	18.4	69.8	77.7	11.3
3. Azúcares crudos	59.2	174.0	193.9	20.0	18.2	- 9.0
4. Tabaco ^a	8.4	10.7	27.4	17.2	19.5	13.4
5. Algodón ^b	18.1	35.3	95.0	32.1	42.7	33.0
6. Pescados, moluscos y crustáceos ^c	1.8	2.3	27.8	14.5	17.2	18.6
7. Carnes y despojos comestibles ^d	3.8	1.4	- 63.2	8.9	2.6	- 70.8
III. Principales minerales	437.9	1.606.9	266.9	48.4	109.7	126.6
1. Carbón	424.0	1.584.6	273.7	22.4	65.4	192.0
2. Ferroníquel	13.9	22.3	60.4	26.0	44.3	70.4
IV. Principales manufacturas	722.4	913.3	26.4	138.6	151.5	9.5
1. Extracto o esencias del café	5.9	2.5	- 57.6	28.5	17.1	- 40.0
2. Cemento ^e	669.4	864.0	29.1	18.8	24.0	27.7
3. Hilados y tejidos de algodón ^f	5.6	7.4	32.1	22.5	21.6	- 4.0
4. Confecciones ^g	1.3	1.9	46.2	20.8	27.1	30.3
5. Manufacturas de cuero ^h	1.1	1.5	36.4	7.3	17.8	143.8
6. Papel, cartón, impresos, etc. ⁱ	39.1	36.0	- 7.9	40.7	43.9	7.9
V. Otros	196.1	225.3	14.9	199.1	200.5	0.7
VI. Total sin café, carbón ni ferroníquel ^j	1.543.8	1.782.6	15.5	575.9	595.1	3.3
VII. Total sin café ^j	1.981.7	3.389.5	71.0	624.3	704.3	12.9
VIII. TOTAL ^j	2.288.2	3.705.5	16.9	1.538.4	1.640.8	6.7

Fuente: Cálculos de FEDESARROLLO sobre cifras de INCOMEX, OID, Sección de Estadística.

^a Capítulo 24. ^b Incluye algodón de fibra larga (NAB 5501-0001) y de fibra corta (NAB 5501-0002). ^c Capítulo 3. ^d Capítulo 2. ^e Incluye cemento portland (NAB 2523-0001). ^f Capítulos 55 excepto posiciones 5501-0001 y 5501-0002. ^g Capítulos 61 y 62. ^h Capítulo 42. ⁱ Capítulos 48 y 49. ^j Excluye aviones con peso de despegue de más de 5.7 tons.

co y de mariscos presentan incrementos relativamente importantes durante el primer semestre del presente año (13.40/o y 18.60/o respectivamente).

Por su parte, las exportaciones de manufacturas crecieron en un 20.40/o durante el primer semestre, como resultado de mayores exportaciones de cemento (27.70/o), confecciones (30.30/o) y, especialmente, manufacturas de cuero (143.80/o). Estos dos últimos productos se han beneficiado de la recuperación del mercado estadounidense, al igual que del restablecimiento del comercio con Venezuela. Las exportaciones de café liofilizado y de hilados y tejidos de algodón contrarrestaron parcialmente el comportamiento favorable de las anteriores manufacturas. En el caso de los hilados y tejidos, la reducción en el valor de las exportaciones es explicada por las medidas proteccionistas tomadas por los Estados Unidos que han obligado a los productores colombianos a renunciar a ciertos estímulos financieros y tributarios.

Aunque la dinámica de las exportaciones menores ha sido muy poco alentadora, cabe señalar que la evolución global de los registros de exportación durante el primer semestre pudo estar afectada por la imposición desde fines de 1984 de un plazo máximo de 5 meses para efectuar el reintegro a partir de la fecha del registro (Resolución 74 de 1984), lo cual pudo haber reducido temporalmente el ritmo de obtención de registros.

La composición de las exportaciones menores según destino revela una

pérdida de participación del mercado estadounidense en virtud del estancamiento de las ventas en ese país. Entre tanto, las exportaciones a los países de la Comunidad Económica Europea y a los miembros de la ALADI tuvieron importantes incrementos durante el primer trimestre del presente año en comparación con igual período en 1984 (330/o y 27.30/o respectivamente), lo cual se tradujo en una mayor participación de estos mercados en el comercio de exportaciones menores (Cuadro III-13). Las mayores exportaciones a la CEE tienen su origen en las ventas de carbón a Holanda, ferroníquel a Alemania y tabaco y algodón a Francia. Dentro de las exportaciones a los países de la ALADI, la mayor parte de la recuperación se debe al incremento en las ventas de carbón al Brasil. Por su parte, las exportaciones al Grupo Andino, que en el primer trimestre de 1984 cayeron en un 18.70/o con respecto al mismo período en 1983, entre 1985 y 1984 experimentaron un crecimiento del 27.30/o como resultado de las mayores ventas de confecciones y productos editoriales al mercado venezolano y de las exportaciones de carne al Perú. Contrarrestaron este comportamiento las disminuciones del comercio con Ecuador y Bolivia (13.00/o y 71.20/o respectivamente).

IV. ENDEUDAMIENTO EXTERNO

A. Movimiento de capital

Según la balanza cambiaria (Cuadro No. III-14) el balance de capitales arrojó un resultado neto positivo de US\$219.8 millones durante los primeros ocho meses del año (hasta agosto 23). Este saldo es superior en más de US\$174 millones al presenta-

CUADRO III-13
EXPORTACIONES MENORES POR ZONAS ECONOMICAS
Enero-Marzo
(Miles de dólares FOB)

	1983*	1984	1985	1983/84 o/o	1984/85 o/o
1. Estados Unidos	105.372	132.019	133.029	25.3	0.8
2. Japón	11.541	9.436	10.845	- 18.2	14.9
3. Comunidad Económica					
Europea	44.721	52.627	70.004	17.7	33.0
— Alemania occidental	11.961	10.377	14.949	- 13.2	44.1
— Italia	8.384	9.846	9.458	17.4	- 3.9
— Reino Unido	8.506	10.438	4.801	22.7	- 54.0
— Francia	6.024	6.693	13.979	11.1	108.9
— Holanda	6.611	8.358	20.650	26.4	147.1
— Demás	4.235	7.269	6.167	71.6	- 15.1
4. Aladi	68.834	55.969	71.247	- 18.7	27.3
4.1 Grupo Andino	58.378	47.465	58.447	- 18.7	23.1
— Venezuela	39.471	26.642	37.863	- 32.5	42.1
— Ecuador	12.318	15.134	13.166	22.9	- 13.0
— Perú	6.513	5.181	7.172	- 20.4	38.4
— Bolivia	76	508	246	**	- 71.2
4.2 Resto Aladi	10.456	8.504	12.800	- 18.7	50.5
Demás países	67.729	56.185	55.667	- 17.0	- 0.9
TOTAL EXPORTACIONES MENORES	298.201	306.236	340.792	2.7	11.3

* No incluye reexportación de aerodino US\$54.500

Fuente: Registros aprobados INCOMEX

do en igual período durante el año anterior, como resultado de la mayor financiación obtenida por el Banco de la República y de las menores amortizaciones en la deuda privada. El incremento en la financiación neta obtenida por el Banco de la República (que pasa de US\$0.5 millones a US\$151.6 millones entre los períodos considerados) se explica principalmente por el ingreso del crédito

de mediano plazo concedido por el Fondo Andino de Reservas a principios de año (US\$229 millones).

Por su parte, la inversión extranjera presenta una reducción del 75.4%, alcanzando un monto equivalente a los US\$82 millones durante los primeros ocho meses del año. La mayor parte de este monto corresponde a la inversión destinada a Ce-

CUADRO III-14
BALANZA CAMBIARIA
Hasta agosto 23
(Millones de dólares)

	1984	1985	1985/84 %
I. Balance en cuenta corriente	- 1.481.3	- 197.5	
A. Balance comercial	- 442.1	546.6	
1. Exportaciones de bienes	1.476.7	1.760.2	19.2
a. Café	794.4	968.7	21.9
b. Otros	682.4	791.5	16.0
2. Compras de oro	165.8	259.5	56.5
3. Importación de bienes	2.084.6	1.473.1	- 29.3
a. Petróleo y gasolina	69.5	26.2	- 62.3
b. Otros	2.015.1	1.446.9	- 28.2
B. Balance de servicios y otras transacciones corrientes	- 1.039.4	- 744.1	
1. Servicios de capital (neto) ^a	- 732.2	- 723.3	
a. Ingresos	60.9	48.5	- 20.4
b. Egresos	793.1	771.8	- 2.7
2. Servicios no financieros y transp.	- 89.1	121.6	
a. Ingresos	312	500.9	60.5
b. Egresos	401.1	379.3	- 5.4
3. Capital petróleo y pagos para refinación	- 218.1	- 142.4	
a. Ingresos de capital petróleo	63.2	98.7	56.3
b. Pagos para refinación	281.3	241.1	- 14.3
II. Balance de capitales	45.5	219.8	383.1
A. Inversión directa	157.7	82.2	- 75.4
B. Crédito neto al sector privado	- 149.1	0.9	
C. Crédito neto al sector público	36.9	136.7	270.5
III. Otros movimientos de divisas ^b	20.4	- 24.3	
IV. Variación en reservas brutas	- 1.415.3	- 2.0	
V. Saldo en reservas brutas	1.760.5	1.885.4	7.1

^a Incluye intereses, utilidades y dividendos

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

Fuente: Banco de la República (cifras provisionales).

rrejón, por lo que la inversión extranjera destinada al sector manufacturero tuvo una contracción aún mayor, ubicándose en el nivel más bajo de los últimos 8 años.

Según la balanza cambiaria, el capital oficial diferente al del Banco de la República realizó amortizaciones superiores a los ingresos, generando así salidas netas por US\$17.7 millones durante los primeros ocho meses del año. Este resultado contrasta con el saldo positivo de US\$53.8 millones presentado un año atrás. Sin embargo, las contrataciones de crédito externo para el sector público ascendieron durante el primer semestre del año a US\$720 millones, dentro de los cuales sobresalen el crédito de US\$300 millones concedido por el Banco Mundial para la financiación de importaciones destinadas a la producción de exportaciones y el otorgado por el BID, en unión de varios bancos europeos y japoneses, por US\$132 millones, para la financiación del proyecto hidroeléctrico de Jaguas. Adicionalmente, el BID concedió en el mes de mayo un crédito por US\$130 millones al Banco de la República que lo utilizó para financiar el sector industrial.

De otra parte, Colombia aseguró el otorgamiento del crédito sindicado de la banca comercial por US\$1.000 millones, el cual será asignado a la República de Colombia (US\$227 millones), Banco de la República (US\$100 millones), Carbocol (US\$423 millones) y ECOPETROL (US\$200 millones). La lentitud en los trámites legales no permitió que durante el tercer trimestre del presente año se hiciera el primer desembolso programado. Sin embargo, se espera que las primeras utilidades

efectivas se logren en los meses de noviembre y diciembre, con la posibilidad de que, según sea la evolución de las reservas internacionales, se difieran algunos desembolsos para fechas posteriores. En cuanto a los términos de contratación, se prevé un período de amortización de ocho años y nueve meses, con tres años y dos meses de gracia. Para 1988 y 1989 se han estipulado además niveles bajos de servicio en atención a que en esos años se inicia el pago de la deuda pública externa contratada en 1983 y 1984. La estructura de vencimientos del saldo vigente de la deuda externa permite prever que dichos años de 1988 y 1989 exigirán pagos cuantiosos por concepto de amortizaciones e intereses. Sin embargo, las buenas perspectivas de las exportaciones mineras impedirán que se eleven los coeficientes de servicio de la deuda, como se analiza más adelante.

B. Perfil de la deuda vigente

1. Deuda pública

Según información del Banco de la República hasta el mes de junio, la deuda externa colombiana asciende a US\$11.993 millones, de los cuales US\$8.515 millones (71%) corresponden al sector público. El saldo vigente de la deuda pública externa se encuentra en un 38.6% en manos del gobierno nacional, mientras que las entidades descentralizadas de orden nacional participan en un 32.5% del monto adeudado por el sector público. Le siguen en orden de importancia los municipios y entidades descentralizadas municipales (18.8%), los departamentos y entidades descentralizadas departamentales (5%), el Banco de la Repúbli-

ca como canalizador de recursos hacia actividades de fomento (4.20/o) y, por último, la Nación como garante de deudas externas privadas (0.80/o). (Ver Cuadro III-15).

Al comparar la actual composición de la deuda pública externa según prestatarios con la existente en 1980 se observa una pérdida de participación del crédito contrato por el gobierno nacional —en ese entonces el 50.30/o del total—, que ha sido compensado con un aumento de la participación de los demás niveles del sector público y en especial de las entidades descentralizadas nacionales, que en 1980 sólo participaban con un 220/o del saldo vigente de la deuda pública externa.

En relación con los prestamistas de la deuda pública externa, la mayor parte del saldo vigente (40.30/o) se adeuda a los bancos comerciales, mientras que la participación de los organismos internacionales (Banco Mundial y BID, principalmente) y de las agencias y gobiernos extranjeros (AID, KFW, EXIMBANK de EE.UU. EXIMBANK de Japón, etc.) es del 33.70/o y 200/o, respectivamente. En los últimos años la participación de los organismos internacionales no ha variado significativamente, en tanto que las agencias y gobiernos extranjeros sí han disminuido proporcionalmente su exposición en Colombia, favoreciendo así un incremento en la participación de la banca comercial.

Tal como se señala en un estudio reciente⁴, la evolución del crédito

concedido por algunos organismos internacionales señala una marcada preferencia por la financiación de proyectos en algunos sectores específicos, en particular electricidad y transportes, en detrimento del financiamiento a los programas de servicios sociales, que tradicionalmente eran favorecidos por ciertas agencias que, como la AID, han perdido dinamismo como fuente generadora de crédito externo. Este patrón puede constatarse en las cifras del Cuadro III-16, según las cuales el 35.10/o de la deuda está destinada a la financiación de programas dentro del sector de electricidad, gas y agua y el 80/o siguiente al sector de transporte. En contraste, las áreas de servicios sociales y agricultura sólo reciben respectivamente el 3.70/o y 1.80/o del crédito externo a cargo del sector público. Sin embargo, es importante advertir que un 10.50/o de la deuda pública se asignó a programas generales de desarrollo —sin destino específico— y que un 7.80/o constituye apoyo al presupuesto nacional dentro de los cuales está comprendido el gasto social.

En lo referente a las monedas en que se encuentra contratada la deuda pública externa, un 660/o está constituida por obligaciones en dólares americanos, siguiéndole en importancia el yen japonés (11.90/o), el marco alemán (8.40/o) y el franco suizo (7.40/o).

La mayor parte de la deuda pública constituye deuda de largo plazo contratada en términos relativamente favorables para el país, lo cual se refleja en las condiciones generales de toda la deuda externa, dada la preponderancia del endeudamiento público. En efecto, según las Notas

⁴ Londoño, J. L. y G. Perry, "El Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional y Colombia: Análisis Crítico de sus Relaciones", *Coyuntura Económica*, esta entrega.

CUADRO III-15
DEUDA EXTERNA
SALDOS VIGENTES SEGUN PRESTATARIOS
(Millones de dólares)

	Gobierno Nacional	Entidades descentralizadas nacionales	Deptos. y municipios ¹	B. de la República	Total deuda pública ²	Deuda privada	Total deuda externa
1970	652	266	267	64	1.319	457	1.776
1975	1.309	484	489	141	2.470	1.032	3.502
1980	2.103	933	785	314	4.179	2.121	6.300
1981	2.597	1.133	1.000	342	5.168	2.717	7.885
1982	2.872	1.419	1.325	363	6.078	3.332	9.410
1983	2.944	1.938	1.630	360	6.958	3.483	10.441
1984	3.284	2.618	1.761	348	8.090	3.461	11.551
1985*	3.287	2.772	2.028	358	8.515	3.478	11.993

* Hasta junio

¹ Incluye entidades descentralizadas del orden departamental y municipal.

² Incluye además entidades privadas con garantía pública.

Fuente: Banco de la República.

CUADRO III-16
DEUDA PUBLICA EXTERNA
SALDOS VIGENTES SEGUN FINALIDAD ECONOMICA
(Millones de dólares)

Año	Agricultura	Minería	Electricidad, gas y agua	Transporte	Comunicaciones	Servicios sociales	Otras ¹	Total
1970	77	—	283	159	44	97	659	1.319
1975	173	—	560	295	84	187	1.171	2.470
1980	163	152	1.049	311	133	259	2.112	4.179
1981	158	131	1.259	360	167	298	2.795	5.168
1982	154	200	1.767	393	211	314	3.039	6.078
1983	149	394	2.209	424	242	311	3.229	6.958
1984	150	611	2.742	591	247	312	3.437	8.090
1985*	153	730	2.985	686	242	317	3.402	8.515

* Hasta junio

¹ Incluye no asignada a sectores económicos para programas generales de desarrollo, apoyo al presupuesto nacional, alivio a la carga de la deuda y otras finalidades.

Fuente: Banco de la República.

Editoriales de la edición de junio de la Revista del Banco de la República, los créditos vigentes al finalizar 1984 tenían un período de gracia de 4.9 años en promedio con un plazo promedio de amortización de 17 años y una tasa de interés cercana al 9.40/o. Cuando se trata de créditos contratados con la banca comercial las condiciones no son tan favorables, pues en este caso se tienen en promedio períodos de gracia de 4.6 años, amortización de 9.9 años y tasas de interés variables que en el momento de contratación ascendieron a 13.70/o.

2. Deuda privada

El saldo vigente de la deuda privada externa asciende a US\$3.478 millones y representa el 290/o de la deuda externa total del país. Este saldo se reparte proporcionalmente entre aquella parte contratada a través del sistema financiero nacional (440/o) y aquella producto de un endeudamiento directo del sector privado (55.50/o). Dentro de esta última, el endeudamiento privado realizado al amparo de los artículos 128 y 131 del Decreto Ley 444 de 1967 - crédito externo para la inversión y realización de proyectos de interés económico y social —es el más importante (42.70/o de la deuda privada externa).

El endeudamiento externo para la financiación de importaciones —artículo 132— contabiliza sólo el 120/o del total, reflejando una notoria reducción en los últimos años. Este tipo de endeudamiento al igual que el canalizado a través del sistema financiero nacional constituye en su mayor parte deuda de corto plazo.

De acuerdo con las cartas de intención presentadas por las empresas privadas interesadas al Banco de la República, cerca de la quinta parte de la deuda privada externa (US\$714 millones) ha sido renegociada o se encuentra actualmente en estado de renegociación dentro del marco de la Resolución 33 de 1984 de la Junta Monetaria. La lentitud y dificultades con que han tropezado los procesos de negociación han obligado a la autoridad monetaria a introducir diversas modificaciones al sistema inicial y a diferir el plazo límite para acogerse a sus beneficios (ampliado en días pasados hasta fin de diciembre próximo). La modificación más reciente de que fue objeto el mecanismo de la Resolución 33 permite a las empresas beneficiarias realizar pagos al Banco de la República con anterioridad a las fechas previstas en los acuerdos, quedando a discreción de esta entidad la remisión adelantada de las divisas a los acreedores, según sea la situación cambiaria del momento.

C. Evolución y perspectivas de los indicadores de endeudamiento externo

La situación del endeudamiento externo ha sido una preocupación central de la política económica de los últimos años, especialmente a partir del primer semestre de 1984 cuando las autoridades económicas reconocieron la necesidad de agilizar la búsqueda y utilización de créditos externos para financiar el desequilibrio temporal de las transacciones comerciales con el exterior. En la arena internacional, el principal punto de atención alrededor del endeudamiento externo se ha relacionado

con la capacidad de pago de los países deudores. Las propuestas que abogan por la repudiación unánime o por la destinación de un porcentaje fijo de los ingresos por exportaciones al servicio de la deuda constituyen un intento de respuesta de quienes consideran que sus capacidades de pago son limitadas. Los indicadores de endeudamiento muestran que el peso de la deuda externa ha aumentado también sensiblemente en el caso colombiano, a pesar de la composición favorable de sus acreencias. Sin embargo, las favorables perspectivas de mediano plazo confirman la apreciación de que el país no requiere modificar las características de su deuda, aunque sí adoptar medidas internas para generar fuentes alternativas de ingresos externos corrientes hacia el final de la década para sustituir las menores exportaciones mineras.

Después de los niveles extraordinariamente altos que registraron los indicadores de endeudamiento hacia 1980, en los años siguientes se aprecia un marcado deterioro. Un indicador convencionalmente utilizado para medir el grado de endeudamiento, como es la relación del saldo de la deuda con respecto al PIB expresado en dólares nominales, sugiere que el deterioro ocurrió de manera gradual y continúa en todos los años posteriores a 1980, incluso en 1985. Las cifras estimadas para mediados de este último año indicarían un coeficiente de endeudamiento bruto del 33.50%, frente a 18.90% en 1980 (Cuadro III-17, columna 1). Sin embargo, este indicador convencional no registra adecuadamente la magnitud ni las tendencias del coeficiente de endeudamiento, porque se encuentra afectado por los cambios en

el valor real de la tasa de cambio que se utiliza para convertir el PIB en dólares. Para evitar esta distorsión, pueden construirse indicadores alternativos mediante el uso de "tasas de cambio de paridad", en lugar de las nominales, para calcular el PIB en dólares. En las columnas 2 y 3 del cuadro se presentan dos cálculos alternativos del coeficiente de endeudamiento, basados, el primero, en la tasa de cambio de equilibrio frente al dólar y el segundo en la tasa de cambio de paridad frente a una canasta de 22 monedas. Aunque estos dos indicadores difieren apreciablemente en los últimos años por efecto de la revaluación del dólar frente a las monedas de terceros países, ambos coinciden en mostrar que los coeficientes de endeudamiento han sido más elevados en los ochentas que lo que sugiere la medida convencionalmente utilizada.

En la columna 4 del cuadro se utiliza nuevamente la tasa de cambio de paridad frente a una canasta de monedas para calcular el coeficiente de endeudamiento neto, que implica deducir del monto de la deuda el valor de las reservas internacionales netas. Este indicador revela un deterioro mucho más pronunciado y persistente entre 1980 y 1984. Al comparar su evolución con la del coeficiente bruto se hace evidente que el verdadero deterioro de la situación de endeudamiento del país no se debió tanto a un supuesto recorte de los flujos financieros externos, que se habría manifestado en el coeficiente bruto, sino a la incapacidad de controlar oportunamente la disminución de las reservas, que era causada tanto por factores comerciales externos como por políticas internas inadecuadas. Así las cosas, el verdadero logro

CUADRO III-17

INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO EXTERNO

	Coeficiente de endeudamiento bruto (Saldo/PIB)			Coeficiente de endeudamiento neto en dólares de pa- ridad 22 países ⁴	Servicio/ Exporta- ciones de bienes ⁵	Reservas/ Importa- ciones de bienes (meses)
	En dólares corrientes ¹	En dólares de paridad EE.UU. ²	En dólares de paridad 22 países ³			
1970	24.7	24.5	26.1	23.9	27.9	2.3
1975	26.7	26.7	26.8	22.6	22.4	4.6
1980	18.9	24.0	22.6	3.2	18.9	15.2
1981	21.7	27.6	27.2	7.8	32.8	14.3
1982	24.1	30.7	32.2	15.5	43.2	11.0
1983	27.1	32.5	38.0	26.8	50.0	8.3
1984 ^P	31.5	32.9	42.2	35.6	44.9	5.3
1985 ^e	33.5	32.3	42.8	37.2	44.9	4.2

^P Provisional

^e Hasta junio. Promedio primer semestre, cifras estimadas.

¹ PIB en dólares según tasa de cambio nominal.

² PIB en dólares según tasa de cambio real frente a los Estados Unidos.

³ PIB en dólares según tasa de cambio real frente a 22 países ponderados según participación en las exportaciones menores.

⁴ Saldo vigente menos reservas netas vs. PIB en dólares según tasa de cambio real frente 22 países.

⁵ Exportaciones de bienes solamente.

Fuente: Cálculos de FEDESARROLLO.

de la política económica en el último año no es, como suele alegarse, haber logrado la reapertura del mercado financiero internacional hacia el país, sino haber rectificado las tendencias internas y contrarrestado las externas que estaban dando origen al drenaje de reservas.

Los coeficientes de endeudamiento anteriores no son sin embargo indicativos del peso de la deuda ni de la capacidad de pago del país. Un coeficiente creciente de endeudamiento no representa necesariamente un peso creciente en el futuro si los ingresos corrientes recibidos del exterior crecen más aceleradamente

que el costo de la deuda. Este no fue ciertamente el caso colombiano entre 1980 y 1983, como lo refleja el coeficiente de servicio de la deuda respecto a exportaciones de bienes que se presenta en el cuadro. Solamente entre 1980 y 1982 este coeficiente se elevó en más de 24 puntos, al pasar del 18.90/o a 43.20/o, por efecto tanto del mayor endeudamiento contraído y sus términos más onerosos, como por el franco deterioro de las exportaciones. Las tendencias ascendentes del coeficiente de servicio de la deuda se mantuvieron un año más, hasta 1983, reduciéndose luego ligeramente. Sin embargo, los niveles actuales (44.90/o)

CUADRO III-18
PROYECCION DE LOS PRINCIPALES INDICADORES DE
ENDEUDAMIENTO EXTERNO

Año	Saldo vigente ¹	Deuda neta ¹	Servicio	Reservas
	PIB	PIB	Exportaciones de bienes	Importaciones de bienes (meses)
1984	42.2	35.6	44.9	5.3
1985	47.7	41.8	46.1	4.7
1986	45.9	38.2	46.5	6.6
1987	42.3	31.4	32.6	8.5
1988	37.3	26.5	30.6	7.6
1989	34.7	25.4	27.0	6.2
1990	33.0	25.8	20.2	4.5

¹ En dólares de paridad respecto a una canasta de 22 monedas

Fuente: Cálculos de FEDESARROLLO. Véase metodología Cuadro IV-17.

son preocupantes, ya que son muy superiores a los promedios históricos e implican una restricción muy severa a la capacidad de compra externa del país.

Finalmente, la última columna del Cuadro III-17 presenta la relación entre reservas internacionales e importaciones, que constituye un indicador de liquidez internacional del país. Este coeficiente se redujo muy rápidamente entre 1980 y 1984, pero sin traspasar nunca el límite equivalente a 3 meses de importaciones que constituye el mínimo convencionalmente aceptable en los medios financieros internacionales. Actualmente, las reservas son suficientes para cubrir un poco más de 4 meses de importaciones, lo que aunque significa un valor muy inferior en comparación con los primeros años de la década, no lo es en relación con un año como 1975, que en ningún

sentido podría considerarse como de insuficiente liquidez externa.

Las proyecciones para los próximos cinco años basados en simulaciones de la Balanza de Pagos de FEDESARROLLO⁵ señalan un mejoramiento en la mayoría de los indicadores de endeudamiento externo (Cuadro III-18). El coeficiente entre el saldo vigente y el PIB descenderá gradualmente por efecto de la leve disminución en los saldos de endeudamiento en valores absolutos, frente a un PIB que podrá expandirse a tasas crecientes, al menos hasta 1988. Este comportamiento será además reforzado por una acumulación moderada de reservas hasta ese mismo año, para producir un descenso un poco más pronunciado en el coeficiente de endeudamiento neto.

⁵ Véase el capítulo sobre Actividad Económica General para la proyección hasta 1986.

Los menores coeficientes de endeudamiento se reflejarán también en una disminución del peso de la deuda. Si bien el porcentaje de las exportaciones de bienes que deberá dedicarse a cubrir el servicio de la deuda será muy elevada en 1986, se reducirá posteriormente en forma abrupta hasta alcanzar, hacia 1990, niveles comparables con los de la primera mitad de la década del setenta. Estas perspectivas se sustentan en la expansión de las exportaciones mineras, especialmente entre 1987 y 1989. A partir de este último año, los indicadores podrían empezar a debilitarse

nuevamente, empezando por el coeficiente de liquidez y de deuda neta, a menos que se logre un crecimiento de otras exportaciones que sustituya la pérdida de dinamismo de la minera. La experiencia colombiana y de otros países en materia de promoción de exportaciones indican que tal cosa sólo será posible si se mantienen políticas estables de incentivos durante varios años y si se logra recuperar el retraso tecnológico y de inversión para consolidar la competitividad de los productos susceptibles de exportación.

FEDESARROLLO
BIBLIOTECA

Finanzas Públicas

I. INTRODUCCION Y RESUMEN

En los primeros siete meses de 1985, las operaciones efectivas del gobierno central reflejaron la política de ajuste fiscal adoptada a fines del año pasado. Las cifras indican cómo el ajuste ha avanzado tanto por el lado de los ingresos como de los gastos. En cuanto a los ingresos, la fuente más dinámica de recursos ha sido el impuesto al valor agregado; y en relación con los gastos, el ajuste no sólo ha afectado la inversión, sino el aumento nominal de los gastos de financiamiento.

Las previsiones para el final del año señalan que el déficit del gobierno central será del orden de los \$75.000 millones, de modo que en términos del PIB nominal, el déficit pasará de representar porcentajes superiores al 40% en los dos últimos años, a una proporción del 1.70% de aquel agregado.

Una de las consecuencias inmediatas del ajuste ha sido la de recuperar

la capacidad de ahorro del gobierno central. Sin embargo, la política fiscal ha abarcado un campo más amplio que el de los ingresos y gastos corrientes. Como se argumenta en este capítulo, la política fiscal ha cargado con diversos costos en aras de preservar los niveles actuales de las reservas y facilitar el control monetario.

La legislación adoptada en los últimos meses, especialmente la Ley 50 de 1984 y la 55 de 1985, además de solucionar los problemas de financiación de los faltantes de dichas vigencias, ha logrado diversificar las fuentes financieras del gobierno, incluyendo el mercado externo de capitales.

En relación con la ejecución presupuestal, debe recordarse que la Ley 34 de 1984 modificó sustancialmente la situación fiscal inicial para 1985. La principal determinación fue la de convertir en deuda de largo plazo de la Nación algunas de las deudas contraídas en los dos últimos años

con el Banco de la República, para financiar el déficit de operaciones efectivas. Con esta medida se alivió el presupuesto para 1985 de la apropiación que cubría el déficit fiscal de 1983, liberando una cuantía equivalente para el financiamiento de otros gastos.

La ejecución de los ingresos representó a fines de julio el 51% de las apropiaciones, y al final del año podría significar el 91%. Tal ejecución equivaldría a un incremento anual de los ingresos corrientes en 1985 del orden del 43% por encima de lo ejecutado en 1984. En cuanto a los gastos, lo ejecutado hasta julio representó el 44% de lo apropiado, siendo especialmente bajo el porcentaje de ejecución de la inversión. Para fin de año puede esperarse una ejecución del 98% del presupuesto definitivo, lo cual equivaldría a que la ejecución de 1985 superara únicamente en un 10% la de 1984.

Finalmente, en este capítulo se presenta una discusión en perspectiva del presupuesto del gobierno central para 1986. En particular, se controvierten los alcances de la política de ajuste fiscal puesta en marcha desde 1984, y se discuten algunas deficiencias del actual proceso presupuestal que limitan sustancialmente la significación macroeconómica del presupuesto nacional.

II. LA EJECUCION PRESUPUESTAL EN 1985

La actual vigencia se inició con un presupuesto básico de \$457.000 millones, aprobado por el Congreso mediante la Ley 49 de 1984. Usando la facultad de adicionar por la vía eje-

cutiva el presupuesto inicial hasta en un 25%, el gobierno elevó las apropiaciones a \$572.500 millones. Posteriormente el Congreso aprobó nuevas apropiaciones del orden de los \$30.700 millones, para arribar a un monto de apropiaciones definitivas para la vigencia de aproximadamente \$603.200 millones, cifra superior en sólo 9% al presupuesto final de 1984, y distribuida según categorías del gasto de la siguiente manera: 62.5% para funcionamiento, 22.9% para inversión, y 14.6% para servicio de la deuda pública (Cuadro IV-1).

A. Las adiciones presupuestales

El Decreto 1980 expedido en el mes de julio autorizó la incorporación de \$79.113 millones discriminados así: el 48.4% para el funcionamiento, el 41% para inversión, y el 10.6% para servicio de la deuda. Las transferencias para los sectores de educación y salud coparon el 80% de la partida para funcionamiento. Por su parte, las apropiaciones para inversión fueron destinadas principalmente al sector eléctrico (ICEL) y al agrícola (Idema, Incora, ICA). El financiamiento de estas adiciones se presentó respaldado por recursos del crédito, tanto externo (\$26.000 millones) como interno (\$45.000 millones de crédito del Emisor a la Tesorería), y por recursos corrientes (\$18.113 millones).

Posteriormente, el Decreto 694 extendió el horizonte de las apropiaciones en \$35.159 millones: el 39.7% para funcionamiento y el 60.3% restante para inversión. El mismo decreto previó que el 86% del financiamiento correspondiente

CUADRO IV-1
APROPIACIONES DE GASTO DEL GOBIERNO NACIONAL
VALORES CORRIENTES, COMPOSICION Y TASAS DE CRECIMIENTO
1981-1986
(Miles de millones de pesos)

	(1) 1981	%	(2) 1982	%	(3) 1983	%	(4) 1984	%	(5) 1985	%	(6) 1986	%	(2) (1)	(3) (2)	(4) (3)	(5) (4)	(6) (5)
I. Funcionamiento	162.3	58.3	205.5	59.7	267.9	63.9	334.8	60.5	377.0	62.5	475.3	59.6	26.6	30.4	25.0	12.6	26.1
A. Servicios personales	39.0	14.0	52.6	15.3	69.9	16.7	88.3	15.9	104.8	17.4	127.9	16.0	34.9	32.9	26.3	18.7	22.0
B. Gastos generales	12.0	4.3	13.7	3.9	21.5	5.1	16.9	3.0	18.1	3.0	18.0	2.3	14.2	56.9	-21.4	7.1	-
C. Transferencias	111.3	39.9	139.2	67.7	176.5	42.1	229.6	41.5	254.1	42.1	329.4	41.3	25.1	26.8	30.1	10.7	29.6
II. Servicio de la deuda	31.8	11.4	42.2	12.3	49.0	11.7	68.6	12.4	88.3	14.6	144.0 ²	18.0	32.7	16.1	40.0	28.7	63.1
III. Inversión	84.5	30.3	96.7	28.1	102.3	24.4	150.3 ¹	27.1	137.9	22.9	137.9	17.3	14.4	5.8	46.9	-8.2	-
IV. Total apropiado	278.6	100.0	344.4	100.0	419.2	100.0	353.7	100.0	603.2	100.0	796.9	100.0	23.6	21.7	32.1	8.9	32.1

Fuente: Mensaje Presupuestal del Ejecutivo al Congreso. *Proyecto de Presupuesto del Sector Central*. Ministerio de Hacienda, julio 1985.

¹ Las apropiaciones para inversión en 1984 incluyen un crédito externo liderado por el Chemical Bank. Al descontar \$12.500 millones transferidos a entidades no incluidas en el presupuesto de inversiones, se obtiene un valor de las apropiaciones similar al previsto para 1985 y 1986.

² En el servicio de la deuda deben considerarse cinco puntos porcentuales más, correspondientes al depósito fiscal de 1984.

provendría del nuevo impuesto del 80% a las importaciones (Ley 50 de 1984).

Finalmente, la Ley 48 amplió las apropiaciones en \$8.313 millones, dirigidos a los sectores agrícolas, educativo y de salud, para apoyar programas de inversión. Además, como era ya previsible que el Fondo de Inversiones Públicas no generara ninguna financiación, ante la evolución negativa de los ingresos netos de la CEC, la Ley 48 ajustó el presupuesto en los rubros que habían sido financiados por el FIP. En compensación, ya que estos renglones correspondían a programas de inversión, la misma Ley destinó \$7.500 millones para tales efectos, obtenidos a partir del traslado de los \$39.260 millones que en el presupuesto inicial amparaban el déficit fiscal de 1983. Los \$31.760 millones restantes se orientaron a cubrir el financiamiento.

B. El comportamiento de los ingresos y los gastos

A fines de julio, la ejecución del presupuesto de ingresos —en términos de reconocimientos— superó el 51% de las apropiaciones (Cuadro IV-2).

La ejecución proyectada de los ingresos corrientes indica que al final del año podría arribarse a una ejecución total del 91.3% de las apropiaciones, sobre la base de que algunos ingresos presentarán ejecuciones por encima de lo apropiado —ventas, timbres y otros—, al tiempo que otros no alcanzarán las sumas presupuestadas —renta, aduanas, gasolina y, principalmente, el nuevo impuesto a las importaciones—. El cumplimiento

de la ejecución proyectada significará un incremento anual de los ingresos corrientes en 1985 del orden del 43% en relación con lo ejecutado en 1984. Esta cifra podría significar un crecimiento real de los ingresos corrientes del orden del 17% anual, muy por encima de los porcentajes reales de los años pasados: en 1983 el aumento nominal fue del 28% y el real del 9.7%, así como en 1982 el nominal fue del 10.2%, con un decrecimiento real del 6.2% —cuando la inflación anual alcanzó su nivel más bajo de los últimos años—.

En lo que toca con los gastos, hasta julio la ejecución apenas llegó al 44% de las apropiaciones, siendo especialmente bajo el porcentaje ejecutado de la inversión (Cuadro IV-3). Los giros no alcanzaron al 41% del presupuesto, y los pagos efectivos se retrasaron con respecto a los giros. En relación con el año anterior, los giros causados crecieron en un porcentaje mucho menor: en julio de 1984, los giros superaron en un 30% el nivel de los mismos en 1983, pero en el último año el aumento de los giros únicamente fue del 6%. Este reducido crecimiento se explica por el comportamiento de los giros por funcionamiento e inversión: los de funcionamiento tan sólo crecieron en un 17% cuando el año anterior lo habían hecho en un 27%, y los de inversión se redujeron en un 47.2%. Si se supone una ejecución del 98% del presupuesto definitivo, de acuerdo con los índices históricos, la suma ejecutada sería del orden de los \$591.000 millones, cifra superior en sólo un 10% a la ejecución definitiva de 1984.

En conclusión, la evolución y perspectivas de los ingresos y gastos ilus-

CUADRO IV-2
EJECUCION DEL PRESUPUESTO DE INGRESOS CORRIENTES DEL GOBIERNO CENTRAL
 (Millones de pesos)

	(1) Apropiaciones ejecutivas 1985	Reconocimientos			Coeficientes de ejecución		
		(2) Enero-julio 1985	(3) Enero-dic. 1984	(4) Enero-dic. 1985 (proyección)	(2) (1)	(4) (1)	(4) (3)
I. Impuesto a la renta	151.481	67.154*	98.111	122.000	44.3	80.5	24.3
II. Impuesto a las ventas	126.286	78.691	97.712	132.000	62.3	104.5	35.1
III. Impuesto de aduanas	60.070	29.418	43.499	50.000	48.9	83.2	14.9
IV. Impuesto a la gasolina	39.549	21.662	30.609	37.500	54.7	94.8	22.5
V. Impuesto del 8% a las importaciones	34.000	11.241	—	22.500	33.1	66.1	—
VI. Impuesto sobre timbres	11.711	9.633	9.521	17.000	82.2	145.1	78.6
VII. Otros	56.270	28.286	26.695	57.000	50.3	101.3	113.5
VIII. Ingresos corrientes	479.367	246.085	306.187	438.000	51.3	91.3	43.0

* Deducida la provisión de estabilización. Sin este ajuste, los reconocimientos serían de \$115.121 millones.

Fuente: DNP y Contranal.

CUADRO IV-3
EJECUCION DEL PRESUPUESTO DE GASTOS DEL GOBIERNO CENTRAL
Enero-julio 1985
Millones de pesos)

	(1) Apropiaciones*	(2) Acuerdos	(3) Giros causados	(4) Pagos de Tesorería	(2) (1)	(3) (1)
I. Funcionamiento	349.042	182.858	175.942	160.725	52.4	50.4
A. Servicios personales	104.815	56.028	54.967			
B. Gastos generales	16.638	5.534	4.699			
C. Transferencias	227.589	121.296	116.276			
II. Servicio de la deuda ²	83.270	40.874	34.628	39.576		
III. Inversión	135.476	27.005	23.884	20.331	19.9	17.6
IV. Aportes regionales	4.700	1.693	75			
V. TOTAL	572.488	252.430	234.529	220.632	44.1	40.9

Fuente: Contraloría General de la República.

* Presupuesto inicial más apropiaciones ejecutivas.

tran, una vez más, el proceso de ajuste fiscal caracterizado por la ampliación sin precedentes de los ingresos corrientes y la reducción del crecimiento de los gastos, particularmente de los de funcionamiento e inversión.

D. La dinámica de los ingresos tributarios

1. El impuesto a la renta

A fines de julio, los reconocimientos de rentas sumaron \$115.121 millones, guarismo superior en un 20% al valor reconocido un año atrás. Los

recaudos llegaron a \$65.040 millones, monto inferior en 30% al acumulado en julio del año anterior; esta disminución no obedece a una dinámica inferior de las rentas sino a la disparidad de los calendarios de vencimientos de los pagos de las sociedades. Esta observación pudo confirmarse a fines de agosto, cuando los calendarios tributarios de los dos años ya incorporaban los pagos de las dos primeras cuotas; en tal fecha, los reconocimientos volvieron a superar en 20% los acumulados el año pasado, y los recaudos se colocaron un 24% por encima de los de 1984.

En términos de los reconocimientos, debe observarse que a pesar de la dinámica de las liquidaciones, no es factible que a finales de año se complete el aforo de \$151.500 millones, ya que a finales de julio se habría contabilizado alrededor del 90% de los reconocimientos.

En lo corrido del año, el principal cambio institucional relacionado con el impuesto a la renta fue el introducido por la Ley 55. Esta disposición legal modificó radicalmente la base de contabilización de los productos al eliminar la declaración de renta para los asalariados que tributan a través de la retención en la fuente, cuyos ingresos dependan por lo menos en un 80% de una relación laboral, y posean un patrimonio bruto máximo de \$5 millones. En términos generales, la medida alivia el trabajo de las administraciones tributarias y favorece a los contribuyentes de menores ingresos; sin embargo, es desventajosa para aquellos que hasta el presente se beneficiaban del recurso de las devoluciones.

Adicionalmente, la ley estableció un porcentaje único de retención, del 1%, sobre los ingresos derivados de la enajenación de activos fijos. Esta determinación pasa por encima de las diferencias que en el pasado se habían querido establecer en relación con la ganancia ocasional. En efecto, la Ley 20/79 había sugerido que en el caso de enajenación de activos fijos, si la posesión había sido superior a dos años, la utilidad del negocio debía ser considerada como ganancia ocasional, pero si la posesión no había pasado de los dos años, el rendimiento debía tratarse como renta líquida.

En definitiva, la Ley 55 ha buscado, en cuanto al impuesto de rentas, simplificar sustancialmente su administración, centrando la atención en las retenciones como mecanismo para incrementar y agilizar el recaudo, y disminuir la evasión.

2. El impuesto a las ventas

Transformado en tributo sobre el valor agregado, los reconocimientos acumulados hasta julio superaron en un 40% las liquidaciones sumadas en julio de 1984. A fines de julio el impuesto a las ventas fue el tributo que generó mayores recaudos, significando más del 35% de los ingresos corrientes. La ejecución prevista para el final de año sugiere que alrededor del 30% de los ingresos corrientes será aportado por este impuesto. En términos de ejecución a fines de julio, el impuesto a las ventas presenta uno de los índices más altos, con el 62.3% de lo aforado.

3. Otros tributos

Los principales tributos sobre el sector externo —aduanas y 8% sobre el valor CIF de las importaciones—, presentaron bajos índices de ejecución a fines de julio. El de aduanas no alcanzó al 50% de lo apropiado, y el del 8% establecido por la Ley 50 de 1984 escasamente superó el 33%. La evolución de estos impuestos se ha visto afectada por el éxito de la política de control a las importaciones. En la perspectiva más optimista, la ejecución del impuesto de aduanas coparía el 83% de lo apropiado, y el nuevo impuesto a las importaciones escasamente rebasaría el 66%.

Finalmente, otros tributos, como el de timbre, presentaron ejecuciones excepcionalmente altas; a fines de julio, el índice correspondiente fue del 830/o, y la ejecución previsible para fin de año rebasará en alrededor del 400/o las estimaciones iniciales.

III. EL DEFICIT EFECTIVO DEL GOBIERNO CENTRAL Y SU FINANCIAMIENTO

A. Determinantes y evolución del déficit efectivo del gobierno central

En los primeros siete meses de 1985, la Tesorería recibió ingresos corrientes superiores en un 330/o a la suma percibida en el mismo período del año anterior. En perspectiva, este resultado es alentador, ya que dos años antes, cuando entró en vigencia la primera reforma tributaria de la actual administración, la dinámica anual de los ingresos corrientes no alcanzó al 90/o. A su turno, los gastos corrientes revelan un descenso sustancial en su crecimiento porcentual, en relación con los años pasados. El ajuste en los gastos provino del menor crecimiento nominal de las partidas de funcionamiento, parcialmente compensado por el aumento más rápido de los pagos por intereses y comisiones (Cuadro IV-4).

El comportamiento referido de los ingresos y gastos gubernamentales permitió que, a diferencia de los años precedentes, se produjera un saldo positivo en la cuenta de ahorro del gobierno. Si además se consideran los gastos de inversión, el resultado final fue una situación deficitaria notablemente más reducida que la de los tres años anteriores.

En resumen, el cuadro de operaciones efectivas del gobierno reitera la doble dirección del ajuste fiscal, tanto por la vía de los ingresos como por la vía de los gastos; y en el caso de los gastos, no sólo en términos de la inversión sino de un recorte sustancial en el aumento nominal de las erogaciones para funcionamiento.

B. El financiamiento del déficit gubernamental

En los cuatro últimos años, el financiamiento del déficit gubernamental ha dependido casi exclusivamente de recursos de origen interno. El Cuadro IV-5 muestra la distribución del crédito al gobierno central en los primeros siete meses de los años recientes: tanto en 1983, como en el año en curso, las amortizaciones del crédito externo resultaron superiores a los financiamientos brutos, pero aun en los años de movimientos positivos de capital en favor del gobierno, la financiación externa no alcanzó porcentajes importantes (120/o en 1982 y 70/o en 1984).

En el campo del crédito interno, la fuente predominante fue el Banco de la República a través de los cupos especiales de la Tesorería y cupos extraordinarios autorizados por el Congreso. Pero además, a través de los créditos netos de la Cuenta Especial de Cambios, cuya significación fue sustancial hasta 1983. Sólo a partir de 1984, el financiamiento con recursos del mercado de capitales o con excedentes del sector descentralizado del gobierno adquirió relevancia: el 760/o en 1984, y el 550/o en 1985.

En síntesis, el financiamiento del déficit en los últimos años se ha ca-

CUADRO IV-4
DEFICIT DE OPERACIONES EFECTIVAS DEL GOBIERNO CENTRAL
 Enero-julio
 (Millones de pesos)

	(1) 1982	(2) 1983	(3) 1984	(4) 1985	(2) (1)	(3) (2)	(4) (3)
I. Ingresos corrientes	112.749.7	122.672.2	159.080.5	211.283.5	8.8	29.7	32.8
II. Gastos corrientes	112.787.0	136.453.5	172.502.3	198.187.5	20.9	26.4	14.9
A. Funcionamiento	102.346.1	125.340.4	158.487.8	179.261.7	22.5	26.4	13.1
B. Intereses	10.440.9	11.113.1	14.014.5	18.925.8	6.4	26.1	35.0
III. Ahorro	— 37.3	— 13.781.3	— 13.421.8	13.096.0			
IV. Inversión	43.905.5	41.390.1	57.341.0	47.810.4	— 5.7	38.5	— 16.6
V. Déficit	43.942.8	55.171.4	70.762.8	34.714.4	25.6	28.3	— 50.9

Fuente: DNP-DAF e *Informe financiero* de la Contraloría Nacional.

CUADRO IV-5
FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT DE OPERACIONES EFECTIVAS
DEL GOBIERNO CENTRAL

Enero-julio
(Millones de pesos)

	1982	1983	1984	1985
I. Recursos de crédito interno	31.498	60.932	52.123	44.391
A. Banco de la República	34.885	61.646	47.870	24.978
1. Cupos de crédito	—	26.855	3.524	24.978
2. Fondo de Inv. Públicas	—	—	9.343	—
3. Cuenta Especial de Cambios	34.885	34.791	4.784	—
4. Garantía TAN	—	—	30.219	—
B. Mercado financiero	1.386	2.895	9.374	24.516
1. Bonos	1.386	2.895	1.915	1.711
2. TAN (excepto garantía)	—	—	7.459	22.805
C. Amortizaciones	4.773	3.609	5.121	5.103
II. Recursos de crédito externo	5.177	— 4.059	5.064	— 12.315
A. Desembolsos	9.670	2.425	15.258	3.233
B. Amortizaciones	4.493	6.484	10.194	15.548
III. Variación de depósitos y efectivo	7.268	— 3.498	13.576	3.664
IV. Recursos totales de financiamiento	43.943	53.375	70.763	35.740
V. Discrepancia con el Cuadro IV	—	— 1.796	—	1.026

Fuente: Contraloría Nacional, *Informes financieros* y Tesorería de la Nación.

racterizado por el predominio del crédito interno, primero con recursos del Emisor y, luego, por medio de captaciones en el mercado financiero.

C. Recursos monetarios comprometidos en el financiamiento del déficit efectivo del gobierno central

El compromiso de recursos monetarios para el financiamiento del déficit efectivo presentó a fines de julio

un balance diferente al del mismo mes en los años precedentes. Al contrario de 1983 y 1984, cuando la financiación del déficit requirió expansiones monetarias equivalentes al 25 y 20% de la magnitud de la base, el balance acumulado en el año corrido hasta julio de 1985 fue contraccionista (Cuadro IV-6). La expansión derivada de la utilización del cupo especial para la Tesorería, cercana a los \$25.000 millones, fue compensada por la disminución del circulante su-

CUADRO IV-6

BALANCE DE RECURSOS MONETARIOS PARA
EL FINANCIAMIENTO DEL DEFICIT EFECTIVO DEL GOBIERNOEnero-julio
(Millones de pesos)

	1983	1984	1985
I. Recursos externos netos	- 14.241	- 7.456	- 29.600
II. Crédito del Fondo de Inversiones Públicas	-	9.343	-
III. Cupos legales para la Tesorería	26.803	3.524	24.978
IV. Variación de depósitos de la Tesorería del Banco de la República	- 4.761	11.930	- 437
V. Saldo a favor de la Tesorería en la Cuenta Especial de Cambios	-	4.784	-
VI. Garantía sobre los TAN	-	30.219	1.134
VII. Ingresos netos de la CEC*	44.143	-	-
VIII. Repago de la deuda al Banco de la República		- 479	- 622
Recursos monetarios netos	51.944	51.865	- 4.547

* Utilidades en compraventa de divisas e ingresos netos derivados del manejo de las reservas.

Fuente: Contraloría Nacional, *Informes Financieros*.

perior a los \$29.000 millones, ocasionada por los pagos del principal e intereses de la deuda externa.

Este balance monetario puede explicarse por las siguientes razones: en primer término, el ajuste fiscal reflejado en las operaciones efectivas del gobierno, no sólo ha desembocado en magnitudes inferiores del déficit en relación con los tres años anteriores, sino que ha permitido al gobierno pagar con sus ingresos corrientes

los réditos y las redenciones de los Títulos de Ahorro Nacional. En segundo lugar, el servicio de la deuda ha requerido este año una mayor cantidad de recursos monetarios, en parte por los aumentos en la tasa de contabilización de reservas.

Lo ocurrido en 1985 puede apreciarse mejor en la perspectiva de los años anteriores: en 1983, la expansión de los primeros siete meses se basó en los recursos de la CEC, com-

plementados con la utilización del cupo ordinario de la Tesorería en el Banco de la República; el 20% de esta expansión fue compensado por los pagos de deuda externa. En el año siguiente, hasta fines de julio, el gobierno dispuso de recursos primarios insuficientes para financiar el déficit; fueron éstos, un remanente sin utilizar del cupo ordinario correspondiente a 1983, depósitos que la Tesorería había guardado en el Emisor a fines de dichos años, un pequeño saldo en la CEC, y el crédito provisto por el Fondo de Inversiones Públicas (FIP); a pesar de su magnitud —\$30.000 millones—, estas fuentes no allegaron los recursos previstos en el Presupuesto para 1984. De acuerdo con estas predicciones, a la altura de julio el FIP debería haberle prestado al gobierno alrededor de \$35.000 millones; el desbalance ocurrido en el desempeño del Fondo dejó al gobierno sin recursos para corresponder al Banco de la República el pago de los Títulos de Ahorro Nacional. Como resultado, la mayor fuente de expansión monetaria fue la utilización de la garantía sobre los TAN.

Los balances monetarios de los dos años precedentes, a la altura del mes de julio, presentaron un compromiso significativo de la emisión primaria con el financiamiento del déficit de operaciones efectivas. En términos de la relación entre las políticas fiscal y monetaria, en aquellos períodos la solución del desequilibrio fiscal requirió el acomodo de la política monetaria. En 1985, las operaciones efectivas provocaron, en el mismo período, una contracción del medio circulante; de suerte que, al contrario de los dos años previos, la

política fiscal de ajuste y el mayor peso relativo de los pagos de la deuda externa facilitaron a las autoridades el manejo monetario.

D. Proyecciones para 1985

De acuerdo con la evolución de los ingresos y gastos del gobierno central, los ingresos corrientes efectivos llegarán a los \$420.000 millones, cifra superior en 41% a la alcanzada en 1984 (Cuadro IV-7). A su turno, los gastos corrientes arribarán a los \$400.000 millones, guarismo más alto en un 17% que el valor correspondiente a 1984. Estas previsiones indican que al final del año la cuenta corriente del gobierno central mostrará un saldo positivo de ahorro, contribuyendo parcialmente al financiamiento con recursos propios de los gastos de inversión.

Hasta mediados del año, el gobierno sostenía una proyección de operaciones efectivas, según la cual el valor neto de los ingresos corrientes a fines de 1985 sería del orden de \$460.000 millones, un 50% por encima del ingreso efectivo de 1984. Con este horizonte por el lado de las rentas, se estimaba que con un crecimiento de los gastos de funcionamiento del orden del 18%, y una duplicación del monto absoluto del servicio de la deuda, el gobierno podría dedicar a la inversión \$115.000 millones, cifra superior en 22% a la correspondiente a 1984.

Las previsiones anteriores confiaban en un crecimiento de la tributación directa que conservara su valor real, y en un desempeño excepcional de los impuestos sobre el comercio exterior, y sobre el valor agregado. Transcurrida la primera mitad del

CUADRO IV-7

BALANCE FINANCIERO DEL GOBIERNO NACIONAL
 ((Operaciones efectivas)
 1984-1985 (Proyección)
 (Miles de millones de pesos)

	1984	1985	Var. %/o
I. Ingresos corrientes	297.0	420.0	41.4
II. Gastos corrientes	328.8	400.0	21.7
A. Funcionamiento	304.8	360.0	18.1
B. Servicio de la deuda	24.0	40.0	66.7
III. Ahorro	- 31.8	20.0	
IV. Inversión	95.0	95.0	0.0
V. Déficit	126.9	75.0	- 40.9
VI. Financiamiento	126.9	75.0	
A. Crédito externo neto	2.4	5.0	
B. Crédito interno neto	130.7	78.5	
1. Bonos financ. presupuestal	-	10.0	
2. TAN	- 2.4*	40.0	
3. Otros bonos	3.2	3.5	
4. Recursos monetarios	142.2	45.0	
a. Cupos ord. y extraord.	62.5	30.0	
b. Pérdidas CEC	-	15.0	
c. Garantía TAN, CEC y FIB	79.7	-	
5. Menos: amortizaciones	- 12.3	- 20.0	
C. Aumento en depósitos de Tesorería	- 3.8	- 8.5	
D. Discrepancia estadística	- 2.4	-	

* Neto de amortización

Fuente: Contraloría General de la República, *Informes Financieros*, Dirección de Impuestos y cálculos de FEDESARROLLO.

año, era previsible que los ingresos debidos al nuevo impuesto a las importaciones no llegaría al 60% de la proyección inicial, y que el tributo tradicional de aduanas no llegaría a significar el 80% de la estimación básica. Finalmente, podía pensarse que el IVA, a pesar de su muy buen desempeño, no lograría las metas prefijadas. Con estas consideraciones, al

presentar el Presupuesto para el Sector Central correspondiente a 1986, el gobierno revisó sus previsiones de operaciones efectivas ajustando en la misma magnitud —\$35.000 millones—, tanto los ingresos como los gastos corrientes. De este modo, la proyección del gasto efectivo en inversión conservó su valor inicial de \$115.000 millones.

Sin embargo, con un crecimiento probable del 15% de los gastos de funcionamiento para 1985, si se dejan inalteradas las proyecciones de ingresos y servicios de la deuda, la proyección de la inversión efectiva debe reducirse, de modo que el déficit operacional no supere las posibilidades de financiamiento. Además, el déficit no debe desbordar las metas prefijadas por el gobierno en su plan de ajuste. Estas restricciones llevarán inevitablemente al recorte de los gastos de inversión manteniendo su monto nominal para 1985 a un nivel muy semejante al del año anterior (\$95.000 millones), lo cual implica una contracción real en una proporción igual al ritmo de aumento anual de precios.

Con un déficit del orden de los \$75.000 millones, la financiación provendrá de los recursos provistos por las Leyes 50 de 1984 y 55 de 1985, o sea el crédito del Emisor por \$45.000 millones, la colocación de \$50.000 millones en TAN que significarían alrededor de \$40.000 millones de financiación, y la colocación forzosa entre los contribuyentes de los bonos de financiamiento presupuestal por \$10.000 millones. Suponiendo un crecimiento del 26% en el PIB nominal, el déficit efectivo bajaría de porcentajes superiores al 4% en los dos últimos años, a una proporción del 1.7% de aquel agregado.

Recientemente se ha comentado que el déficit del gobierno central en 1985 representará alrededor del 3% del PIB. Sin embargo, este cálculo se deriva de modificaciones metodológicas, sin reflejar la verdadera magnitud de la contracción fiscal. De una parte, según la nueva metodología, se

contabilizan como parte de los gastos de funcionamiento algunos gastos militares que en el pasado no se registraban en las operaciones del gobierno central, y que en 1985 alcanzarán unos \$18.500 millones, lo que elevaría el total de gastos de funcionamiento a \$378.500 millones. En segundo término, el rubro de servicio de la deuda se incrementa en \$10.000 millones al incluir como gasto corriente los intereses sobre los TAN, que se venían deduciendo del monto de funcionamiento. Finalmente, se incluiría como parte de la inversión del sector central el valor aproximado de \$40.000 millones por concepto de la refinanciación de la deuda externa del IDEMA, elevando así el gasto en inversión a unos \$135.000 millones. Con estas variantes, el déficit del gobierno central se situaría en un monto cercano a los \$144.000 millones, equivalentes aproximadamente al 3% del PIB de 1985. Aunque estas modificaciones contables responden a criterios metodológicos acertados, oscurecen la comparación de los resultados fiscales con los del año anterior, ocultando el tamaño del ajuste fiscal y la dramática contracción del gasto, especialmente de inversión.

IV. EL PRESUPUESTO NACIONAL EN PERSPECTIVA

Con motivo de la presentación a las Cámaras de los proyectos correspondientes a la próxima vigencia, se ha iniciado una nueva controversia sobre los alcances y las características del presupuesto. La discusión puede referirse a dos temas principales: la significación macroeconómica del presupuesto y las peculiaridades actuales del proceso presupuestal.

A. La política macroeconómica y el presupuesto

Como pocas veces en el pasado, se advierte la relación entre el presupuesto y las orientaciones generales de la política macroeconómica. A pesar de la inercia que ha caracterizado sus principales componentes, la estructura de los presupuestos de 1985 y 1986 revela la adaptación de los planes de ingresos, de gastos y de financiamiento, a las guías de ajuste macroeconómico de los dos últimos años.

Desde finales de la década anterior, la evolución presupuestal tuvo en el sector externo una de sus mayores fuentes de recursos. La tributación aduanera se convirtió en uno de los ingresos corrientes más dinámicos, al tiempo que la imposición sobre las rentas perdió el vigor de años anteriores. Simultáneamente, el crédito externo adquirió la preponderancia entre los recursos de capital. Cerrando el cuadro, los ingresos netos de la Cuenta Especial de Cambios —utilidades en la compra y venta de divisas y en el manejo de las reservas— emergieron como un nuevo recurso fiscal que en el conjunto de los ingresos compensaba el deterioro de las fuentes tradicionales del presupuesto.

El receso del sector externo iniciado en 1981 dejó al descubierto la fragilidad de la estructura presupuestaria de los años precedentes. Las apropiaciones presupuestales se habían diseñado sobre la base de un comportamiento optimista de los rendimientos de la Cuenta Especial de Cambios, considerados por entonces como parte de los ingresos corrientes del gobierno nacional. Además, los

flujos positivos de capital oficial habían garantizado el financiamiento de la inversión y de algunas apropiaciones del funcionamiento.

El desvanecimiento de los recursos presupuestales originados en el sector externo ha provocado, en los últimos años, un notable esfuerzo institucional para reanimar las fuentes tradicionales del presupuesto, así como una utilización sin precedentes del crédito interno. Este proceso de ajuste parcial de las fuentes financieras del presupuesto ha tenido como mira el restablecimiento de la capacidad de ahorro del gobierno nacional, y la reducción de la participación de la emisión del Banco de la República en el financiamiento del déficit de las operaciones efectivas.

1. El enfoque de equilibrio parcial en el ajuste del sector público.

La visión parcial del equilibrio del sector público se concentra en los procesos de aumento de los ingresos y disminución del ritmo de los gastos del gobierno. Con esta mira, la administración actual ha enfocado buena parte de su actividad, dando lugar a una revisión permanente de la estructura impositiva. El proceso se inició con las disposiciones de la Emergencia Económica de finales de 1982, ratificadas en lo esencial por el Congreso, a través de las Leyes 9 y 14 de 1983. El siguiente avance destacado fue la reforma al impuesto sobre las ventas, puesta en práctica a partir de abril de 1984. Posteriormente, las Leyes 34 y 50 de 1984 y las 55 del año en curso completaron el espectro de las reformas.

Las reformas citadas han tenido como fin, entre otros, el ensancha-

miento de las bases de tributación— en los impuestos de renta, patrimonio y ventas—, la extensión del régimen de retenciones en el caso del impuesto a la renta, y el mejoramiento de los controles para cerrar los caminos de la evasión tributaria. Los resultados de este proceso de ajuste por el lado de los ingresos se han venido materializando en una nueva dinámica de la tributación tradicional; tanto en 1983 como en 1984, los ingresos corrientes crecieron 8 puntos porcentuales en términos reales, equivalentes a un incremento de medio punto porcentual en relación con el PIB. Las previsiones gubernamentales para el año en curso sugieren que, a pesar de los mayores índices inflacionarios, el crecimiento real de los ingresos corrientes puede ser del orden del 150/o, llegando a representar un punto adicional en relación con el PIB.

Por el lado de los gastos, el ajuste se ha originado en definiciones gubernamentales precisas sobre la expansión de los gastos de funcionamiento, como ocurrió con la congelación de las plantas de personal de estos entes de la rama ejecutiva, así como con la congelación del valor de nóminas por el último año y medio de la presente administración. Finalmente, la norma del 100/o ponderado en los reajustes de los gastos personales ha neutralizado una de las fuentes más sensibles de expansión de los gastos en funcionamiento.

En lo tocante con la inversión, deben señalarse las modificaciones cualitativas introducidas por la Ley 55 de 1985 destinadas a recuperar la discrecionalidad ejecutiva sobre el régimen de rentas con destinación específica, facilitando la reorientación de

los recursos hacia actividades complementarias o semejantes dentro de los mismos sectores.

En la definición de las apropiaciones y en la ejecución presupuestal, la inversión ha corrido con buena parte del ajuste por el lado del gasto; en efecto, si de las apropiaciones definitivas para 1984 —\$150.300 millones— se deducen \$12.600 millones destinados a entidades públicas no consideradas dentro del presupuesto, la apropiación nominal para inversión resulta equivalente a la proyectada para 1985 y 1986. Desde el punto de vista de la ejecución presupuestal, la mayor lentitud en los acuerdos y en los pagos ha recaído también sobre la inversión: el 650/o de las reservas constituidas en 1984, así como el 480/o de los documentos en tránsito entre 1984 y 1985, se concentraron en los rubros de inversión; estas formas de represamiento de la inversión llegaron a significar más de \$54.000 millones. Para 1985, las previsiones gubernamentales sugieren que los pagos de inversión con cargo a la vigencia serán del orden de \$45.000 millones, apenas la tercera parte de lo apropiado. Si a esta expectativa se suman los pagos represados del año anterior, los pagos de Tesorería por concepto de inversión apenas llegarían a los \$495.000 millones, una cifra igual al nivel logrado en 1984.

Una visión de conjunto sobre la evolución del presupuesto de gastos y de la perspectiva del ajuste puede obtenerse del Cuadro IV-1. Las apropiaciones para inversión cedieron cinco puntos porcentuales en favor del presupuesto para funcionamiento entre 1981 y 1983, y las proyec-

ciones sugieren que cederán otros cinco puntos en favor del servicio de la deuda en el período 1985-1986. En términos de tasas de crecimiento, son ostensibles los aumentos menores en las apropiaciones para servicios generales y transferencias, de modo que el crecimiento nominal del presupuesto de funcionamiento para 1985 será apenas la mitad del alcanzado en los cinco años precedentes. Para 1986 se avizora un crecimiento nominal de lo apropiado para funcionamiento, nuevamente al nivel de los años precedentes, pero con una evolución bastante moderada de los gastos en servicios personales.

Si las cifras reseñadas se corrigen por el efecto inflacionario (IPC total ponderado), la perspectiva del ajuste es todavía más nítida: crecimientos reales de los costos de funcionamiento hasta 1984 (20% en 1982, 14% en 1983 y 7% en 1984), disminución sustancial en 1985, del orden del 15%, y un ligero crecimiento real del 1 ó 2% en 1986. Los servicios personales, después de haber experimentado crecimientos reales del 10 y 15% en 1982 y 1983, presentan uno inferior, del 8% en 1984, y disminuciones reales, del 8 y 2% en 1985 y 1986. El panorama de la inversión es todavía más dramático, ya que con la excepción del comportamiento atípico de las apropiaciones para 1984, la evolución real ha sido siempre negativa, especialmente en las vigencias de 1985 y 1986. Finalmente, el servicio de la deuda se caracteriza por crecimientos reales significativos en las proyecciones para 1985 y 1986.

En síntesis, las previsiones de ingresos y gastos manifiestan la adaptación del presupuesto gubernamental

a la política de ajuste, destinada a recuperar la dinámica de los ingresos corrientes y la capacidad de ahorro sectorial.

2. El enfoque del equilibrio intersectorial en el ajuste del sector público

Desde sus inicios, el actual gobierno tuvo como una de sus guías principales de política económica la superación de los desequilibrios operacionales del sector público. Se consideró imperativo el ajuste fiscal por razones de estabilidad, pero principalmente en atención a que los crecientes requerimientos financieros del sector público podrían estar comprometiendo el financiamiento normal de la actividad privada. Se tuvo la idea según la cual el financiamiento monetario del gobierno sería uno de los factores de la recesión económica, al limitar las disponibilidades de capital de trabajo de la empresa privada. Se definió entonces la necesidad de un ajuste fiscal, principalmente por la vía de los ingresos, con el propósito de restablecer la capacidad de ahorro del sector público, y de liberar los recursos financieros demandados por otros sectores.

a. Visiones iniciales sobre los efectos macroeconómicos del déficit fiscal

Este enfoque inicial, en el cual el déficit del sector público aparece como la causa de las restricciones a la oferta agregada, fue el mensaje central de los documentos gubernamentales que acompañaron la Declaratoria de la Emergencia Económica a fines de 1982, y su explicación al Congreso en febrero de 1983. La nulidad de las medidas tributarias de la Emer-

gencia, posteriormente ratificadas y complementadas por el Congreso, difirió el ajuste planeado por el lado de los ingresos. Simultáneamente, el receso del sector externo terminó manifestándose en un marchitamiento de los recursos previstos por la Cuenta Especial de Cambios y en un recorte sustancial, seguido de una inversión en los flujos netos del capital oficial. Estas circunstancias desapacibles por el lado de los ingresos y el financiamiento se conjugaron cuando el gobierno debió atender obligaciones impostergables en las vigencias de 1983 y 1984. En tales condiciones, el gobierno decidió acudir francamente al crédito del Emisor modificando radicalmente el contenido de su mensaje sobre el déficit del sector público.

En la presentación del presupuesto del Sector Central para 1984, el gobierno reconoció que su enfoque de oferta agregada conservaba validez para el largo plazo, al tiempo que las circunstancias coyunturales requerían una reanimación de la demanda, de la cual no podía eximirse a la política fiscal¹. Dentro de este contexto se aprobaron cupos de emisión primaria en favor de la Tesorería, llamados de reactivación económica, y se autorizaron mecanismos de captación directa en el mercado financiero —los Títulos de Ahorro Nacional—.

En los primeros meses de 1984, el gobierno debió enfrentar un pa-

norama más oscuro que el previsto en la elaboración del presupuesto del año anterior. A pesar de la respuesta satisfactoria de los ingresos corrientes a los cambios tributarios de los años precedentes y de la puesta en marcha de la reforma al impuesto sobre las ventas, las dificultades de financiamiento se hicieron más ostensibles que en las vigencias anteriores. La reducción vertical de los rendimientos de la Cuenta Especial de Cambios dejó al descubierto la incapacidad gubernamental para financiar sus pagos ordinarios: en el presupuesto de la vigencia se había considerado que el Fondo de Inversiones Públicas recibiría \$59.202 millones al nutrirse del 750/o de los ingresos netos de la cuenta. Sin embargo, a mediados de 1984, las proyecciones más optimistas señalaban que el Fondo no recibiría más de \$20.000 millones en toda la vigencia. Cerrando el cuadro, las mayores restricciones al endeudamiento externo clausuraban una de las alternativas recurrentes de los años anteriores.

Una de las manifestaciones más dicientes de las dificultades financieras del gobierno fue la redención de los TAN. Se estableció, por Ley y contrato, una garantía, en virtud de la cual el Banco de la República realizaría los pagos correspondientes a las redenciones de los Títulos, los cuales, a su vez, serían cubiertos por el gobierno. La incapacidad práctica de la Tesorería para responder por tales cubrimientos dio origen a una emisión monetaria que en la vigencia desbordó los \$57.000 millones, compensando ampliamente la insuficiencia de ingresos netos de la CEC. Esta emisión vino a sumarse al endeudamiento contraído por el gobierno

¹ "... la actual coyuntura interna y externa exige un manejo fiscal que contribuya a reactivar la demanda, contrarrestando así los efectos depresivos del déficit cambiario...". Ministerio de Hacienda, *Proyecto de Presupuesto. Sector Central*, julio de 1983.

con el Emisor a través de cupos especiales para la Tesorería.

b. La política fiscal en el último año

En estas circunstancias, al presentar el proyecto presupuestal para 1985, la atención gubernamental recaía sobre tres prioridades. En primer lugar, completar el financiamiento de 1984. Este propósito se satisfizo con la expedición de la Ley 34 de 1984, la cual autorizó un nuevo cupo crediticio en favor de la Tesorería². En segundo término, financiar el faltante previsto para 1984, minimizando la utilización del crédito del Emisor. Las Leyes 50 de 1984 y 55 de 1985 se expidieron con aquel propósito³. En tercer término, reforzar las políticas de ajuste tanto por el lado de los ingresos como de los gastos, buscando el equilibrio fiscal, en coherencia con el resto de la política económica.

La coherencia de la política fiscal con las políticas globales adquirió una connotación especial a mediados de 1984. En aquel momento, el gobierno había considerado que el descenso de las reservas internacionales había frizado niveles críticos, y que lo procedente era acelerar el proceso de ajuste del sector externo. En el

análisis de las causas próximas, el gobierno concluyó que el expediente de la emisión primaria para financiar el déficit fiscal había agravado la condición deficitaria del sector externo. En consecuencia, si se quería el cierre de la brecha externa, éste debería ir de la mano del ajuste fiscal. Pero aún en el mensaje de presentación del proyecto de presupuesto al Congreso, no se advierte unanimidad en la exposición del mecanismo de transmisión de los efectos del déficit fiscal sobre la situación externa.

En un caso, se refiere al desbordamiento monetario provocado por el déficit gubernamental, cuyas implicaciones inflacionarias restarían competitividad internacional a la producción exportable. Según el gobierno, tal debilitamiento de la cuenta corriente externa comprometería el acceso a las fuentes financieras internacionales⁴. En el otro caso, el enfoque se centra en la cuenta de capitales, aduciendo una relación inmediata entre el financiamiento monetario del déficit y la crisis de cambios internacionales⁵. Nuevamente, el deterioro cambiario estaría cerran-

² Al nuevo cupo se le denominó "de sustitución de recursos externos", y su monto fue de \$35.000 millones.

³ La Ley 50/84 autorizó la emisión de los "bonos de financiamiento presupuestal", el incremento del impuesto de timbre y el establecimiento de un nuevo gravamen del 8% sobre el valor CIF de las importaciones. La Ley 55/85 autorizó una nueva emisión de TAN por \$50.000 millones, un cupo adicional en el Emisor por \$45.000 millones, y la emisión de bonos denominados en moneda extranjera hasta por US\$500 millones.

⁴ "Somos conscientes que, dada la situación social del país y los compromisos previstos en el Plan de Desarrollo, no podemos realizar el ajuste fiscal enteramente a costa del sacrificio de todos los programas públicos, como también lo somos de que es necesario racionalizar el gasto público y evitar un desbordamiento monetario de la economía que, a la postre, resulta en carestía de la vida para todos los colombianos y en mayores dificultades externas, al no poder competir en los mercados internacionales y no tener acceso, por tales motivos a los organismos internacionales de crédito externo" Mensaje Presupuestal, *Proyecto de Presupuesto*, 1985, p. 8.

⁵ "... este mensaje presupuestal... ha señalado la imperiosa necesidad de lograr un equilibrio fiscal dentro de un marco de coherencia con las políticas económicas globales, particular-

do las puertas al crédito externo. Esta segunda visión de los efectos cambiarios del déficit fiscal ha predominado en el último año, señalando cómo si a través de las Leyes 50 y 1984 y 55 de 1985 no se hubiesen abierto fuentes de financiamiento, distintas a la emisión primaria para la Tesorería, se habría desembocado en una crisis de cambios exteriores, con la consecuente limitación de la capacidad de repago de la deuda externa⁶.

c. Los alcances del ajuste fiscal

La reseña anterior es ilustrativa de cómo el ajuste del sector público se ha adelantado bajo visiones diferentes del papel de la política fiscal y de los efectos macroeconómicos del déficit gubernamental. Aún más, los cambios de énfasis y de posiciones han sobreestimado la incidencia del sector público en el ajuste macroeconómico, menospreciando los efectos globales de las alteraciones producidas en otros sectores. Esto es particularmente cierto en relación con el sector externo y las políticas diseñadas para su ajuste. Por ejemplo, los enfoques gubernamentales dejan de lado la consideración de los factores exógenos que precipitaron el surgi-

mente en lo que hace referencia a evitar que por la vía fiscal se produzca un desbordamiento monetario y, por ende, una crisis cambiaria". Mensaje, *Ibid.* p. 8.

⁶ "...la utilización continuada de recursos de crédito del Banco de la República tan sólo acentuaba el deterioro del sector externo, restringiéndose así aún más las posibilidades de obtener crédito en los mercados internacionales. En consecuencia, de no encontrarse alternativas diferentes al crédito del Banco de la República, en un lapso muy corto el país se hubiera visto abocado a una crisis cambiaria, acompañada de la cesación de pagos externos". Mensaje, *Ibid.* p. 4.

miento del déficit corriente de la balanza de pagos a principios de la década, y en su lugar establecen una relación exclusiva y unidireccional entre el déficit del sector público y el externo en cuenta corriente.

El proceso de ajuste y la recuperación de la capacidad de ahorro del sector público se presentan aisladamente, como resultado de las disposiciones enderezadas a recobrar el dinamismo de los ingresos públicos o a reducir drásticamente las tasas de crecimiento de los gastos. De acuerdo con los planteamientos gubernamentales que siguen la versión ortodoxa de las relaciones entre el déficit fiscal y el déficit externo en cuenta corriente, la reducción de aquel significaría una recuperación equivalente de este último. Este enfoque hace abstracción de los efectos macroeconómicos y redistributivos de las políticas correctoras del déficit externo corriente, particularmente de la política de devaluación y del control de importaciones. En la medida en la que cierran el déficit externo corriente, estas políticas propician un aumento equivalente de los excedentes del sector privado, y una redistribución de ingresos en favor de los exportadores⁷. Una apreciación importante es la función macroeconómica del control de importaciones, cuya aplicación rompe el vínculo directo entre el déficit fiscal y el desequilibrio externo corriente, postulado en el enfoque teórico acogido por el gobierno. Existiendo controles a las importaciones, el ahorro derivado del ajuste del sector público será sustentando parcialmente por los exce-

⁷ Ver, Ocampo, José Antonio. Aspectos Teóricos sobre los procesos de ajuste. *Mimeo* FE-DESARROLLO, agosto de 1985.

dentes generados a partir de la instauración de los controles⁸.

En síntesis, la visión del proceso de ajuste expuesta en los proyectos de presupuesto para 1985 y 1986 no considera los efectos macroeconómicos de políticas específicas destinadas a corregir el déficit externo corriente. De este modo, se exageran los alcances del ajuste fiscal en relación con el externo, y se dejan de lado los efectos de aquellas políticas sobre el ahorro del sector privado. Tales limitaciones analíticas pasan por alto el hecho de que en la práctica, el ajuste fiscal se haya nutrido parcialmente de aquel ahorro, sin mayores efectos en la corrección del déficit externo.

B. Las limitaciones del proceso presupuestal

La presentación del proyecto de presupuesto para 1986 ha llamado nuevamente la atención sobre las limitaciones de los presupuestos básicos entregados a la consideración del Congreso. Algunas deficiencias se derivan del régimen orgánico del presupuesto, como ocurre con los créditos asegurados que no tienen aún la certificación de la Contraloría; esta es una restricción para el conjunto de las fuentes totales de fondos cuya magnitud puede no ser desdeñable.

Por ejemplo, en el proyecto en cuestión no tienen cabida alrededor de \$60.000 millones —el 50% del faltante previsto para 1986—, que el gobierno espera recibir de la colocación de bonos en el exterior y de créditos “frescos” de la banca externa comercial.

Otras limitaciones se derivan del desfase temporal existente entre las apropiaciones presupuestales y los pagos efectivos. Así, para la vigencia de 1985, de los pagos totales previstos, el 180% corresponde a gastos reservados de 1984 y documentos que se hallaban en tránsito el 31 de diciembre pasado. Para 1986, se prevé un comportamiento similar, ya que un 150% de los pagos correspondería a reservas constituidas en 1985 y documentos que se encuentran en tránsito al final del año. Para los dos años, las magnitudes absolutas de los pagos retrasados son de un orden semejante al del tamaño del déficit efectivo correspondiente. En otras palabras, los recursos corrientes (y las variaciones de depósitos de la Tesorería en los bancos comerciales) sustentan los pagos de la vigencia, al tiempo que los recursos de crédito se utilizan para cancelar los pagos atrasados. Esta falta de correspondencia surgida en la ejecución presupuestal, limita sustancialmente la significación macroeconómica del presupuesto nacional.

⁸ Ver, Ocampo, José Antonio. Crisis and economic policy in Colombia 1980-1985. Conferencia para el *Taller sobre políticas de ajuste*. Septiembre de 1985.

Moneda y Crédito

I. INTRODUCCION Y RESUMEN

El ritmo de crecimiento de los medios de pago se ha mantenido en el último año muy cerca del promedio registrado desde 1980 (22%). Sin embargo, el origen de la expansión de la liquidez ha tenido características especiales, ya que el aumento de la base ha sido muy moderado (8.6%), en tanto que la liquidez secundaria ha crecido a tasas del orden del 46% entre julio de 1984 y el mismo mes de 1985. Los componentes de la base monetaria han experimentado cambios de significación. Las reservas internacionales han ejercido una fuerte presión expansiva al estabilizarse su volumen y aumentar rápidamente su valoración. Ello no ha impedido que ocurra al mismo tiempo una gran expansión de crédito primario al gobierno y al sector privado, ya que han aparecido factores contraccionistas muy poderosos por la colocación masiva de diversos papeles del Emisor, en particular Certificados de Cambio. Estos comportamientos que no habrían sido previs-

tos por las autoridades monetarias, han sido efecto indirecto de decisiones de política en materia cambiaria que, a su turno, han generado costos fiscales de consideración.

Para hacer frente al continuo deterioro de la cartera bancaria, la Junta Monetaria estableció un mecanismo que incentiva la restructuración de la deuda y estimula la capitalización de los deudores y del sistema financiero. Aunque estas medidas atacan factores que han incidido en la calidad de la cartera, difícilmente podrán revertir las tendencias de deterioro, ya que las operaciones ordinarias de crédito se siguen pactando a tasas de interés excesivamente altas.

II. LA OFERTA MONETARIA

Al término del mes de julio del año en curso, la tasa de crecimiento anual de la oferta monetaria fue del 22%, porcentaje superior a los alcanzados para la misma fecha en los dos años anteriores y equivalente a la tasa promedio de crecimiento

CUADRO V-1
MEDIOS DE PAGO, BASE MONETARIA Y MULTIPLICADOR
Julio 1980 - Julio 1985
(Millones de pesos y porcentajes)

	Medios de pago	Tasa de Creci- miento	Base monetaria	Tasa de creci- miento	Multi- plicador	Tasa de creci- miento
1980	170.069	18.3	132.956	23.7	1.2791	— 3.3
1981	219.404	29.0	160.140	20.4	1.3206	3.2
1982	273.283	24.6	195.811	22.3	1.3954	5.7
1983	320.277	17.2	206.226	5.3	1.5530	11.3
1984	388.074	21.2	248.810	20.6	1.5597	0.4
1985	473.289	22.0	270.276	8.6	1.7511	12.3

Fuente: Banco de la República.

anual a fines de julio de los últimos seis años (Cuadro V-1). La base monetaria registró, sin embargo, uno de los porcentajes de aumento más reducidos de los últimos años (8.6%). En efecto, aumentos porcentuales anuales por debajo del 10% sólo se han experimentado en 1983 y 1985. Al contrario de lo ocurrido con la base monetaria, el multiplicador alcanzó en julio pasado la tasa de aumento anual más elevada de los últimos seis años (12.3%). Esta evolución atípica de la base y el multiplicar explican estadísticamente el origen de la oferta monetaria en los últimos doce meses.

A. La oferta monetaria en el último año

La literatura económica que analiza empíricamente los determinantes de cambio de la oferta de dinero ha reconocido la importancia primordial de la base en la explicación estadística

de las alteraciones en la cantidad de dinero¹. En Colombia, algunos estudios han obtenido conclusiones similares². Además, estos últimos trabajos han sostenido que no es extraño encontrar una evolución contraria de la base y el multiplicador, ya que cuando se producen expansiones monetarias a través de los sectores que afectan la base, las autoridades procuran esterilizar al menos parcialmente aquellos desarrollos, reduciendo el tamaño del multiplicador. Al contrario, si los sectores que generan la base monetaria no crean expansiones que rebasen las metas esperadas, las autoridades estarán en una mejor disposición para permitir el crecimiento del multiplicador mediante

¹ Cagan, P. *Determinants and Effects of Changes in the Stock of Money, 1875-1950*, New York, NBER, 1965.

² Hernández, A. "Determinantes de la Tasa de Cambio de la Cantidad de Dinero", en *Lecturas sobre moneda y banca en Colombia*, FE-DESARROLLO - U. Andes, 1976.

una liberación parcial de las reservas bancarias.

En el último año —julio de 1984 a julio de 1985—, el crecimiento del multiplicador fue la causa principal del aumento de los medios de pago. El 56% de las nuevas unidades monetarias (\$47.746 millones) se debió al comportamiento del multiplicador, el 39% (\$33.404 millones) a la importancia relativa de la base, y el 5% restante (\$4.065 millones), a efectos combinados de la base y el multiplicador.

Entre julio de 1982 y el mismo mes de 1983, ocurrió algo similar, pero por causas diferentes. En aquel año, el menor crecimiento de la base obedeció a que el crecimiento sustancial del crédito doméstico (por la vía de los cupos especiales para la Tesorería), que superó ampliamente la caída de las reservas internacionales netas, fue compensado en buena parte por los depósitos del público en el Banco de la República para adquirir licencias de cambio. Simultáneamente, las medidas de reducción de los encajes ordinarios y la eliminación del encaje marginal aumentaron significativamente el valor del multiplicador.

Ahora bien, en el último año, tanto las reservas internacionales como el crédito doméstico se incrementaron (40 y 49% respectivamente), pero los pasivos no monetarios del Banco de la República se elevaron en un 125%. Este último comportamiento refleja, ante todo, el aumento sin precedentes en la colocación de títulos del Banco de la República, que pasaron de un nivel de \$33.000 millones en julio de 1984, a uno de \$98.000 millones en julio del año en

curso, dando origen a una contracción del orden de \$65.000 millones. Otra contracción de tamaño similar ocurrió a través del incremento conjunto en las obligaciones con el sector privado, las obligaciones externas del Emisor, los pasivos con el Fondo de Inversiones Públicas y las captaciones para el Fondo de Capitalización Financiera. En síntesis, la expansión monetaria que se habría podido derivar de los incrementos notorios de las reservas y el crédito doméstico fue anulada en un 80% por el crecimiento de los pasivos no monetarios.

El ascenso del multiplicador en el último año obedeció principalmente a la reducción del encaje monetario de los bancos en agosto de 1984, de 45 a 36 puntos porcentuales sobre sus depósitos. De los 9 puntos, 2 constituyeron una liberación efectiva de reservas, y 7 se convirtieron en inversiones redituables del encaje en títulos de capitalización financiera expedidos por el Banco de la República. En términos de la incidencia de la medida en la cantidad de dinero, lo que se hizo fue convertir una parte de los pasivos monetarios del Emisor en pasivos no monetarios con el consecuente efecto contraccionista en la base monetaria. Simultáneamente, la reducción de la relación de reservas sobre depósitos bancarios elevó el multiplicador, ampliando la capacidad de expansión secundaria del sistema bancario.

En resumen, la emisión monetaria del último año fue el resultado de una expansión sustancial de los activos netos del Banco de la República, compensada por un crecimiento sin precedentes de las obligaciones no monetarias del Emisor. La fuente

principal del aumento crediticio fueron los préstamos a la Tesorería a través de cupos especiales y la redención de títulos gubernamentales. La mitad del crecimiento de los pasivos no monetarios se explica por la venta de títulos del Emisor, especialmente Certificados de Cambio y Títulos Canjeables. Otros pasivos no monetarios aumentaron también significativamente: los depósitos del sector privado en un 350/o y la deuda externa del Emisor en 600/o. Finalmente, surgieron nuevas obligaciones no monetarias a través de los títulos de capitalización financiera, los cuales constituyeron el 200/o del crecimiento de los pasivos no monetarios.

Lo que podía haberse considerado como una expansión monetaria sin antecedentes, por la evolución de los activos netos, resultó en uno de los crecimientos anuales más bajos de la base monetaria, por el efecto compensatorio de los pasivos no monetarios. De todas maneras, el crecimiento de la oferta monetaria restringida (M_1) fue similar al promedio de los últimos años, en atención a la disminución del encaje bancario.

B. La base monetaria durante el primer semestre de 1985

El aumento del 8.60/o de la base monetaria en el último año puede dividirse en dos etapas: la primera se refiere a los cinco últimos meses de 1984, durante los cuales la emisión primaria creció en un 320/o, y la segunda a los primeros siete meses de 1985, cuando la base se redujo en un 160/o. La causa principal de esta evolución fue el comportamiento del crédito neto en cada una de estas etapas: en la primera tuvo un crecimen-

to del 620/o, explicado por el financiamiento primario otorgado a la Tesorería y la reducción de los depósitos de los CAV en el FAVI a fines de año; en la segunda experimentó una reducción del 80/o debida principalmente a la nueva acumulación de depósitos de las Corporaciones en el FAVI. En esta segunda etapa continuó además el crecimiento de los pasivos no monetarios, principalmente a través de las operaciones del Emisor en el mercado monetario. Este apartado está dedicado a revisar la evolución de la base monetaria en la segunda etapa, o sea, en lo corrido de 1985.

En el Cuadro V-2 se discriminan los cambios ocurridos en la base monetaria, según sectores económicos, durante 1985. Tanto el sector privado, como el Banco de la República y el sector externo a través de sus operaciones corrientes, fueron contractionistas en los primeros siete meses del año.

La contracción originada en el sector privado se debió casi exclusivamente a los depósitos y cancelaciones de préstamos de las CAV en el FAVI; las Corporaciones adquirieron títulos de excesos de liquidez por más de \$27.000 millones y títulos de encaje por más de \$7.300 millones. Además, en el mes de enero cancelaron préstamos en el FAVI por cerca de \$14.000 millones. Por su parte, el Banco de la República retiró de la circulación cerca de \$41.000 millones, mediante la colocación de \$36.000 millones en Certificados de Cambio y \$5.000 millones más en Títulos Canjeables. Por último, las transacciones corrientes del sector externo de la economía generaron

CUADRO V-2
ORIGEN DE LOS CAMBIOS EN LA BASE MONETARIA,
SEGUN SECTORES ECONOMICOS
1985 (Enero-julio)
(Millones de pesos)

I. Sector gobierno	17.029
A. Crédito neto del Banco de la República	18.508
B. Endeudamiento externo neto	- 1.479
II. Sector privado	- 37.999
A. Crédito neto del Banco de la República	- 48.383
B. Endeudamiento externo neto	10.384
III. Banco de la República	- 18.972
A. Operaciones monetarias	40.741
B. Endeudamiento externo neto	21.769
IV. Saldo corriente de la balanza cambiaria	- 27.926
V. otros	10.683
A. Obligaciones externas de largo plazo	- 13.414
B. Títulos Resolución 28 y 60/84	- 3.147
C. Otros	27.244
1. Pesos andinos	2.818
2. Otros movimientos de divisas	- 5.664
3. Otros activos netos	- 10.742
4. Fondo de estabilización cambiaria	- 5.370
5. Fondo de inversiones públicas	-
6. Moneda de la Tesorería	343
7. Efecto precio	54.511
8. Variación en pasivos de corto y mediano plazo	- 21.388
9. Discrepancia estadística	1.997
VI. Cambio en la base monetaria	- 57.185

Fuente: Banco de la República.

efectos contraccionistas por aproximadamente \$28.000 millones, al subsistir un exceso de giros cambiarios sobre ingresos por operaciones de compra-venta de bienes y servicios con el exterior.

Las fuentes de expansión provinieron del financiamiento a la Tesorería

y de la valorización del acervo de reservas internacionales, principalmente. El crédito neto del Banco de la República al gobierno se incrementó en \$18.500 millones en los primeros meses del año. La Tesorería utilizó los recursos del cupo especial para 1985, de \$24.978 millones, así como un saldo sobrante de 1984 por con-

cepto de la garantía sobre los TAN, por \$3.722 millones. Sin embargo, la expansión monetaria fue atenuada en parte por mayores depósitos en el Emisor y por el aumento en cerca de \$10.000 millones en partidas de crédito externo sin utilizar.

El movimiento de capitales de la balanza cambiaria tuvo también efectos expansionistas: el sector privado recibió recursos que en moneda nacional superaron los \$10.000 millones. Sin embargo, otros movimientos de divisas, incluyendo los de capital oficial, propiciaron contracciones superiores a los \$4.000 millones. Finalmente, si bien el Banco de la República se endeudó también a corto y a mediano plazo, en seguimiento de la política de búsqueda y utilización de del crédito externo, estos movimientos no tuvieron ningún efecto monetario, puesto que simultáneamente afectaron los activos (como entrada de reservas) y los pasivos no monetarios del Banco de la República.

Por último, hay que considerar el efecto producido por las variaciones en la tasa de cambio sobre las reservas internacionales valoradas en pesos. A fines de julio, dicho "efecto precio" superó los \$54.500 millones, cifra más que suficiente para compensar el efecto negativo que por \$19.900 millones produjo la disminución por US\$152.6 millones en el acervo de reservas en los siete primeros meses del año.

III. LOS ACTIVOS LIQUIDOS RENTABLES

Las preferencias de los agentes económicos, en lo que se refiere a la tenencia de activos líquidos rentables, han estado dirigidas a los papeles que tradicionalmente ofrece el sistema financiero. En diciembre de 1984 cerca del 89% de este tipo de activos en circulación habían sido emitidos por los establecimientos de crédito mientras que los otros oferentes, como el Banco de la Repúbli-

CUADRO V-3

CUASIDINEROS Y OFERTA MONETARIA AMPLIADA

Julio 1980 - julio 1985

(Millones de pesos y porcentajes)

Años	(1) Cuasidineros	Tasa de crecimiento	(2) Oferta monetaria ampliada	Tasa de crecimiento	(1)/(2) o/o
1980	159.436	36.8	329.505	27.3	48.4
1981	276.783	73.6	496.187	50.6	55.8
1982	402.628	45.5	675.911	36.2	59.6
1983	525.107	30.4	845.384	25.1	62.1
1984	649.554	23.7	1.037.628	22.7	62.6
1985	897.084	38.1	1.370.373	32.1	65.4

Fuente: Banco de la República.

ca y el gobierno nacional, solo participaban con el 8.10/o y 2.60/o respectivamente.

Durante el primer semestre del año en curso los activos líquidos rentables (Cuadro V-4) registraron, en general, un comportamiento satisfactorio, aunque mostraron mejor desempeño las colocaciones de papeles del gobierno y del Banco Central. Por el lado de los ahorradores, es posible concluir —como se analizará más adelante— que el aumento de los activos líquidos en circulación no respondió a un mayor nivel de ahorro financiero de cada uno de los agentes económicos sino al de unas pocas instituciones u organismos identificables.

El ahorro financiero canalizado a través de intermediarios se dirigió, principalmente, a las corporaciones de ahorro y vivienda cuyas captaciones se elevaron en cerca de \$93.000 millones durante el semestre y de las cuales \$52.000 millones corresponden a captaciones nuevas y el resto a la causación de intereses y corrección monetaria. Ante la dificultad de desembolsar préstamos con el mismo dinamismo con que estaban aumentando las captaciones, un elevado volumen de recursos debió congelarse en títulos de exceso de liquidez en el FAVI. La inversión en estos títulos ascendía a \$33.300 millones en febrero, a \$25.300 millones en abril y a \$11.700 en junio. Una importante proporción del flujo de captación neta que llegó al sistema pertenecía al Fondo Nacional de Café; por eso, no es de extrañar que muchos de los títulos de exceso de liquidez hubieran estado en poder de la corporación de ahorro y vivienda Concasa. Las inversiones de esta institución as-

cendían a \$14.800 millones en febrero, a \$12.100 millones dos meses después y a \$6.700 millones en junio.

Por lo anterior, es fácil comprender el rápido crecimiento de los Títulos Canjeables por Certificados de Cambio. El incremento durante el semestre es totalmente explicable por las compras que de dichos títulos hizo el FAVI, las cuales ascendían a finales de junio a \$15.800 millones. Esto significa que la remuneración de los excesos de liquidez del sector cafetero ha provenido de la Cuenta Especial de Cambios.

El resto de títulos canjeables en circulación ha estado en manos de aquellas instituciones autorizadas por las Resoluciones 23 y 71/84 de la Junta Monetaria. Como se recordará, estas resoluciones autorizan al Banco de la República para emitir Títulos Canjeables para que las entidades públicas, la Federación Nacional de Cafeteros y la FEN inviertan el producto de los préstamos externos contratados con instituciones de financiamiento internacional en las cuales participe Colombia como país miembro y con los establecimientos de crédito del exterior cuando sus préstamos hagan parte de operaciones de cofinanciamiento con las mencionadas instituciones internacionales.

A manera de aclaración, debe mencionarse que el Banco de la República también ha sido autorizado para emitir Títulos Canjeables en desarrollo del sistema de amortización de la deuda externa privada creado por la Resolución 33/84. En el cuadro de activos líquidos rentables no se incluyen los Títulos que por valor apro-

CUADRO V-4

ACTIVOS LIQUIDOS RENTABLES

(Millones de pesos)

	Diciembre 1982	Junio 1983	Diciembre 1983	Junio 1984	Diciembre 1984	Junio 1985
Sistema financiero	494.806	602.222	667.165	761.339	821.491	987.542
Depósitos de ahorro	84.278	93.108	106.033	110.567	127.808	135.307
CDT (Bancos y financieras)	161.005	184.126	213.453	252.158	269.213	332.792
Depósitos (CAB)	171.847	231.318	244.544	278.811	303.661	396.967
Pagarés (CFC)	44.722	51.612	56.147	59.468	63.096	71.597
Cédulas hipotecarias	14.139	14.461	15.982	24.799	27.720	33.335
Bonos cafeteros	4.015	4.906	4.689	4.588	4.969	1.142
Certificados cafeteros valorizables	14.800	16.510	20.581	24.845	17.949	6.610
Títulos de la FEN	—	6.181	5.736	6.103	7.075	9.792
Títulos del Banco de la República	84.312	72.951	51.725	54.235	74.949	114.178
Participación	17.878	13.487	3.488	9	2	2
Canjeables	23.967	22.982	13.834	13.845	29.266	47.261
Certificados de cambio	31.862	20.578	24.030	30.792	34.176	57.492
Agroindustrial	10.605	15.904	10.373	9.589	11.505	9.423
Títulos del gobierno nacional	3.335	8.884	19.476	26.856	24.257	49.292
Bonos de Desarrollo Económico	3.335	2.723	2.473	465	308	289
Títulos de Ahorro Nacional	—	6.161	17.003	26.391	23.949	49.003
TOTAL	582.453	684.057	738.366	842.430	920.697	1.151.012

Fuente: Banco de la República

CUADRO V-5
CARTERA TOTAL DEL SISTEMA FINANCIERO
Junio
(Millones de pesos)

	Bancos comerciales	Caja Agraria	Corpora- ciones financieras	Corpora- ciones de ahorro y vivienda	Cías. de financia- miento comercial	Total	Tasa de creci- miento normal anual
1980	105.345	30.003	37.577	67.328	10.178	250.431	
1981	164.425	36.619	59.141	98.139	23.972	382.296	51.6
1982	228.183	50.674	77.862	140.765	36.499	533.983	39.7
1983	282.235	69.364	89.006	190.898	41.589	673.092	26.1
1984	363.151	86.238	100.970	273.291	50.220	873.870	29.8
1985	431.627	126.070	110.043	365.662	52.370	1.085.772	24.2

Fuente: Banco de la República.

ximado de \$13.000 millones estaban en manos de los bancos y corporaciones financieras —quienes habían servido de intermediarios en estas operaciones— porque constituyen, simultáneamente, un pasivo para el sector privado.

Los papeles emitidos por el gobierno nacional también ganaron terreno dentro del mercado de activos líquidos. Los Títulos de Ahorro Nacional crecieron en más de 100% en el semestre, aunque fueron comprados principalmente por los organismos descentralizados del gobierno nacional.

En conclusión, durante el primer semestre del año, los intermediarios financieros disminuyeron su participación en el mercado de activos líquidos rentables mientras que avanzó la colocación de títulos emitidos por el Banco Central y el gobierno na-

cional. El incremento de los activos líquidos en circulación estuvo dominado por el ahorro de los institutos descentralizados, el Fondo Nacional del Café y por la reinversión que hizo el FAVI en Títulos Canjeables.

IV. CARTERA DEL SISTEMA BANCARIO Y FINANCIERO

Acogiéndonos a la versión ortodoxa de la intermediación financiera, según la cual es el pasivo del balance de los intermediarios el que determina el activo, es decir, el volumen de intermediación financiera el que determina el monto de los préstamos, es claro que durante el primer semestre del año hubo un desfase entre captaciones y préstamos. Mientras que los principales pasivos del sistema financiero crecieron en 20% durante el semestre, la cartera creció, en los últimos doce meses hasta junio de 1985, en 24.2% (Cuadro V-5). El

CUADRO V-6
CARTERA DE LOS ESTABLECIMIENTOS BANCARIOS
 Junio
 (Millones de pesos)

	Bancos privados (1)	Bancos oficiales (2)	Caja Agraria (3)	Total (4)		o/o	
					1/4	2/4	3/4
1980	71.232	34.113	30.003	135.348	52.6	25.2	22.2
1981	115.928	48.497	36.619	201.044	57.7	24.1	18.2
1982	163.954	64.229	50.674	278.857	58.8	23.0	18.2
1983	182.594	99.641	69.364	351.599	51.9	28.3	19.8
1984	221.467	141.684	86.238	449.389	49.3	31.5	19.2
1985	259.589	172.038	126.070	557.697	46.5	30.8	22.7

Fuente: Banco de la República.

desfase fue absorbido por la caída de las inversiones voluntarias, y en especial, de la inversión de las CAV en títulos de exceso de liquidez del FA-VI.

A pesar de esto, las CAV han continuado elevando su participación en la cartera del sistema financiero, proceso que se viene manifestando desde 1981 y que se viene realizando a costa de la participación de los bancos comerciales, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial.

La distribución de la cartera entre los establecimientos bancarios (Cuadro V-6) también ha sufrido modificaciones en los últimos años, en donde se nota una mayor participación de la banca oficial y de la Caja Agraria en detrimento de la banca privada.

V. LOS ACTIVOS IMPRODUCTIVOS DEL SISTEMA FINANCIERO.

A. Consolidación de los activos improductivos

A pesar de la importancia que el problema de las deudas de dudoso recaudo y, en general, de los activos improductivos representan para el normal funcionamiento del sector financiero y de la economía, no se ha realizado el ejercicio de consolidar esta información para el sistema. Normalmente se encuentra información fragmentaria y exclusiva para los bancos, que son los intermediarios más afectados. El Cuadro V-7 consolida esta información a marzo de 1985. Allí se aprecia la magnitud del problema.

En sentido estricto, los activos financieramente improductivos son las

CUADRO V-7
ACTIVOS IMPRODUCTIVOS DEL SISTEMA FINANCIERO
 Marzo de 1985
 (Millones de pesos)

	Con garantía real y oficiales	Con garantía personal	Circular 059/84	Total (1)	Bienes recibidos en pago (2)	Cartera vencida (3)	Intereses y comisiones por recibir (4)	Total activos improduc- tivos (1) + (2) + (3) + (4)
Bancos	71.943.8	27.502.4	1.695.5	101.141.7	13.888.2	44.987.8	27.809.5	187.827.2
Caja Agraria ¹	6.426.7	3.324.9	146.5	9.898.1	186.4	7.991.1	4.352.7	22.428.3
Corporaciones financieras ³	13.597.0	13.307.3	1.055.8	27.960.1	2.477.0	9.006.0	9.341.1	48.784.2
CAV ²	9.014.9	168.4	16.8	9.200.1	811.2	9.494.0	3.283.2	22.788.5
BCH	8.815.2	192.8	—	9.008.0	390.6	1.700.2	3.426.8	14.525.6
Círas de financiamiento	2.513.2	4.878.7	46.7	7.438.6	2.615.1	8.006.2	4.124.9	22.184.8
TOTAL	112.310.8	49.374.5	2.961.3	164.646.6	20.368.5	81.185.3	52.338.2	318.538.6

Fuente: Cálculos propios a partir de estadísticas de la Superintendencia Bancaria.

¹ A diciembre/84.

² Excluye la sección de ahorro y vivienda del BCH.

³ Incluye las corporaciones intervenidas por la Superintendencia Bancaria.

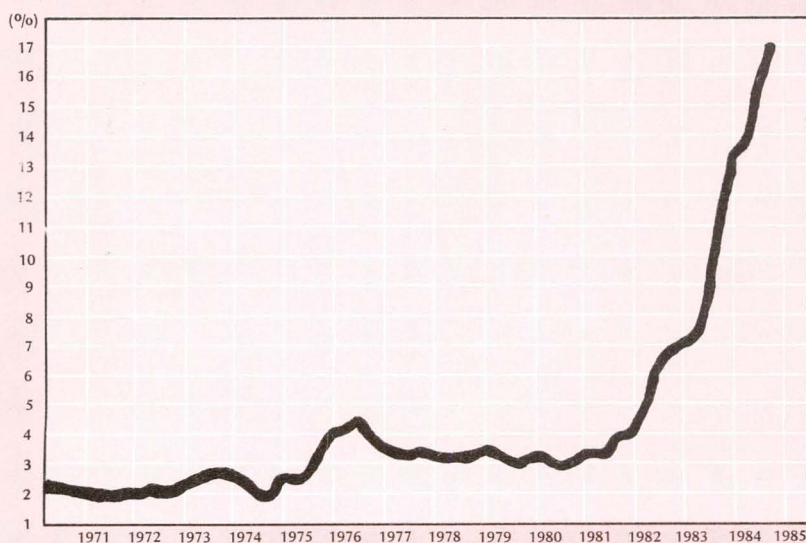
deudas de dudoso recaudo y la mayor parte de los bienes recibidos en pago. Las deudas de dudoso recaudo representaban en dicha fecha un volumen equivalente al 240% de la cartera de los bancos, es decir, representaban un nivel inaceptable de riesgo. Este nivel puede ser aún mayor si se tienen en cuenta los bienes recibidos en pago y aquellos activos que están esperando convertirse en deudas de dudoso recaudo, tales como la cartera vencida y los intereses y comisiones que se han causado contablemente pero que no se han recibido efectivamente.

En contraste, las CAV registran niveles de riesgo sustancialmente menores a los del resto del sistema y los cuales se pueden considerar como normales. Las deudas de dudoso recaudo ascendían a \$9.200 millones

en marzo y existirían activos por cerca de \$12.700 millones (cartera vencida e intereses por recibir) que potencialmente se pueden convertir en dudoso recaudo y que por lo tanto podrían, eventualmente, doblar los niveles de exposición al riesgo de las CAV.

El deterioro de las operaciones activas de los bancos, que supera los niveles normales de riesgo propios de la intermediación financiera, no tiene precedentes en la historia financiera reciente, por lo menos desde que se inició la publicación de estadísticas de deudas de dudoso recaudo, en 1953. El gráfico V-1 muestra la evolución de un indicador de riesgo (ex-post) desde el tercer trimestre de 1970 hasta el primero de 1985. Este indicador se calcula como la relación entre los activos improductivos (que incluyen las deudas de du-

GRAFICO No. V-1
RIESGO CREDITICIO EN BANCOS¹
(1970-1985)



¹ Relación ex-post entre activos improductivos y créditos potencialmente productivos (Véase texto).

Fuente: Cálculos a partir de balances consolidados de los bancos.

doso recaudo y los bienes recibidos en pago) y los créditos potencialmente productivos que se definen como la suma de los préstamos y descuentos, deudores varios en M/L y M/E y los bienes recibidos en pago y deudas de dudoso recaudo. Este indicador nos dice, en cada momento del tiempo, qué proporción del valor potencial de los activos que podrían ser financieramente productivos se ha convertido en activos improductivos.

Entre 1970 y 1975 los niveles de riesgo fluctuaban entre 20% y 30%. En el período 1976-1981, el riesgo se elevó y los activos improductivos representaron entre el 25% y el 40% del valor potencial de los créditos productivos. Desde 1982, y en el breve lapso de 3 años, el deterioro del crédito se ha elevado continua y rápidamente hasta ubicarse en niveles excesivos.

Ahora bien, información preliminar en junio del año en curso parece indicar que este preocupante deterioro sigue ocurriendo. Durante el segundo trimestre del año las deudas de dudoso recaudo de los bancos crecieron en cerca del 170%, al pasar de \$101.000 millones en marzo a \$117.000 millones en junio.

B. Determinantes del riesgo

Para analizar, posteriormente, las diferentes propuestas que han sido formuladas para solucionar el problema de las deudas de las empresas con el sistema financiero, al igual que la solución dada por la autoridad monetaria, debemos detenernos a analizar brevemente los determinantes del deterioro de los activos bancarios. Para este fin se ha efectuado un sencillo ejercicio econométrico en donde la

variable riesgo, definida anteriormente, es una función del ciclo económico, de la tasa de interés activa real y de un indicador de liquidez.

La variable que representa el ciclo económico se definió como las desviaciones porcentuales del PIB observado sobre su valor de tendencia. La tasa de interés activa se calculó a partir de los balances bancarios, de modo que corresponde a lo que podría llamarse una tasa de colocación implícita en balances y representa la tasa promedio (de operaciones ordinarias y de fomento) efectivamente cobrada por los bancos. La tasa de interés real se definió de la siguiente forma:

$$R = \frac{1 + i}{1 + p}$$

donde i es la tasa de interés activa y p es la tasa de inflación medida por la variación, en año completo, del índice de precios al por mayor del comercio en general. Finalmente, el indicador de liquidez se definió como los medios de pago en términos reales, utilizando como deflactor el mismo índice de precios.

Utilizando una muestra que se extiende desde el primer trimestre de 1974 hasta el cuarto de 1984, se obtuvieron los resultados consignados en el Cuadro V-8. Se utilizaron 2 indicadores de riesgo cuya diferencia se encuentra en la inclusión o exclusión de la cartera vencida en el numerador de dichos indicadores. Los problemas de autocorrelación de ambas ecuaciones fueron corregidos mediante la conocida técnica iterativa de Cochrane-Orcutt.

CUADRO V-8

DETERMINANTES DE RIESGO BANCARIO

$$(1) \text{ Riesgo 1} = -17.63 - 0.87 Y_{t-4} + 31.02 R_t - 0.00005 M_t$$

$$(-10.7) \quad (6.39) \quad (-2.27)$$

$$R^2 = 0.84$$

$$DW = 1.88$$

$$F = 71.0$$

$$(2) \text{ Riesgo 2} = -29.01 - 0.99 Y_{t-4} + 51.54 R_t - 0.000009 M_t$$

$$(-7.80) \quad (6.69) \quad (-2.30)$$

$$R^2 = 0.81$$

$$DW = 1.77$$

$$F = 56.7$$

Donde

Riesgo 1 = (Deudas de dudoso recaudo+ bienes recibidos en pago) /(Préstamos y descuentos= deudores varios en M/L y M/E+ deudas de dudoso recaudo+ bienes recibidos en pago) en porcentaje.

Riesgo 2 = (Deudas de dudoso recaudo+ bienes recibidos en pago+ cartera vencida) /(Préstamos y descuentos+ deudores varios en M/L y M/E+ deudas de dudoso recaudo+ bienes recibidos en pago) en porcentaje.

Y = Desviación del PIB observado sobre su valor de tendencia, en porcentaje.

R = Tasa de interés activa real definida como $(1 + i) / (1 + p)$, donde i es la tasa de interés nominal activa y p es la tasa de inflación.

M = Medios de pago en términos reales (pesos constantes de 1980).

Las variables independientes tienen los signos correctos y explican de manera significativa buena parte de la evolución del riesgo bancario. El fenómeno del deterioro de los activos bancarios se explica por tres variables macroeconómicas: el ciclo de la actividad económica, el costo real que deben pagar los deudores por los servicios financieros y la liquidez.

De los resultados estadísticos podemos concluir que el margen de acción de la autoridad monetaria para controlar en el corto plazo la tendencia creciente del monto de deudas impagadas se limita al manejo que pueda tener sobre la liquidez de la economía y sobre las tasas de interés.

Si reconocemos los presupuestos dentro de los cuales debe operar la política monetaria dentro del actual proceso de ajuste, las alternativas se limitan a la posibilidad de reducir los elevados niveles de las tasas de interés reales. Aunque las medidas que se tomen en esta dirección son necesarias para limitar el crecimiento de los activos improductivos, es improbable, sin embargo, que por sí solas contribuyan a reducir significativamente el monto ya existente de deudas impagadas.

C. Propuestas del Sector Financiero

El sector financiero ha formulado, básicamente, dos propuestas que han

sido presentadas por el Banco Cafetero y la Asociación Bancaria con miras a reducir el volumen de los activos improductivos del sistema.

El Banco Cafetero ha propuesto que el Banco de la República compre la cartera mala de las instituciones financieras, con un compromiso por parte de estas últimas de recomprarla en un plazo máximo de 5 años a razón del 20% anual. Para evitar los efectos monetarios, el Banco de la República podrá pagar con títulos que reconozcan una tasa de interés del 24% anual y que tengan un plazo máximo de 5 años. Claramente, esta propuesta está dirigida a mejorar los estados financieros de los intermediarios, sustituyendo activos improductivos por títulos, sin riesgo, emitidos por el Banco Central. La adopción de una solución de esta naturaleza atacaría el efecto de las deudas de dudoso recaudo sobre la rentabilidad de los intermediarios, pero no la verdadera fuente generadora de los problemas. Adicionalmente, crearía graves precedentes, ya que el Banco Central estaría asumiendo cargas que deberían ser llevadas por aquellos que libremente asumieron los riesgos y beneficios que conlleva la actividad de intermediación.

Por otro lado, y con el propósito de aliviar los problemas de iliquidez que genera la menor rotación y recuperación de los préstamos, la Asociación Bancaria propuso la reducción de 15 puntos del encaje bancario y formuló tres posibles usos de estos recursos. Una alternativa sería colocarlos libremente y destinar los ingresos que se obtengan a una provisión especial para protección de cartera. La segunda posibilidad sería la de facilitar esos recursos al Fondo de Ca-

pitalización Empresarial, el cual le reconocería a los bancos un rendimiento del 18%. La tercera forma de utilizar los recursos de encaje consistiría en convertir los préstamos improductivos en bonos emitidos por las empresas después de haberse restructurado las obligaciones con plazos y tasas de interés adecuadas a las necesidades de los deudores; estos bonos serían aceptados por la autoridad monetaria como inversión sustitutiva de encaje de modo que a medida que se fueran restructurando las deudas se irían liberando los recursos originalmente congelados en el encaje, los que podrían colocarse libremente.

La disminución del encaje o la creación de una inversión sustitutiva de encaje, en los términos de la propuesta mencionada, tendrían un efecto de liquidez que contribuiría a que los agentes económicos cancelaran obligaciones con el sector financiero. Adicionalmente, se podría argumentar que habría también un impacto indirecto a través del efecto de la liquidez sobre las tasas de interés; sin embargo, la escasa evidencia empírica ha demostrado que este efecto no es muy importante³ y que existen otras variables que explican mejor el comportamiento de la tasa de interés.

La tercera alternativa aseguraría no solo el efecto liquidez sino también la reducción de la tasa de interés a través de los requisitos de re-

³ Sebastián Edwards: "Money, the Rate of Devaluation, and Interest Rates in a Semiopen Economy. Colombia, 1968-1982", en *Journal of Money Credit and Banking*, Vol. 17, No. 1, Feb. 1985. El autor demuestra que los cambios en la cantidad nominal de dinero no afectan las tasas de interés, excepto cuando no son anticipados por el público.

negociación de las obligaciones entre intermediarios y empresas. La autoridad monetaria optó —como veremos enseguida por una solución similar a ésta, pero en donde la expansión monetaria es sustancialmente menor y se realiza no a través de reducciones de encaje o inversiones sustitutivas de encaje, sino a través de préstamos directos a los intermediarios.

D. Resoluciones 52 y 58/85 de la Junta Monetaria.

Ante los niveles alcanzados por la cartera de difícil cobro y para evitar sus consecuencias sobre la estabilidad del sistema financiero, la Autoridad Monetaria intervino creando mediante Resoluciones 52 y 58 del año en curso un mecanismo que facilita e incentiva los procesos de restructuración de deudas en moneda nacional.

De acuerdo con estas disposiciones, los bancos, corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial deberán celebrar acuerdos de restructuración, informales o extraconcordatarios, de las deudas a cargo de sus clientes que se encuentren en difícil situación financiera, siempre y cuando que con estos acuerdos se asegure la viabilidad y recuperación financiera de las empresas. Los acuerdos de restructuración pueden llevar a dos posibles resultados: a la capitalización de las acreencias, es decir, a la conversión de los préstamos en una inversión en capital accionario de las empresas y/o a la refinanciación de las deudas.

Si como resultado del acuerdo se debe *capitalizar* la totalidad, o parte, de las obligaciones en moneda legal

a cargo del deudor, los intermediarios financieros tendrán acceso a un préstamo especial del Banco de la República, que ascenderá al 200/o de la inversión en acciones efectuadas por el intermediario en la empresa deudora. Si la capitalización se hace mediante la suscripción de bonos obligatoriamente convertibles en acciones, la cuantía del préstamo (120/o, 100/o u 80/o del valor de los bonos suscritos) dependerá del plazo de conversión de los bonos en acciones.

Los establecimientos de crédito beneficiarios de estos préstamos especiales deberán comprometerse a capitalizarse, a través de nuevas emisiones de acciones o de bonos obligatoriamente convertibles en acciones, en una cuantía equivalente al monto de dichos préstamos. También deberán comprometerse a destinar el rendimiento obtenido sobre las colocaciones (préstamos o inversiones) efectuadas con los recursos del préstamo especial a constituir una provisión especial para protección de cartera o inversiones.

Por otra parte, si como resultado del acuerdo se debe *refinanciar* la totalidad o parte de las acreencias en moneda legal, los intermediarios tendrán acceso a préstamos especiales del Banco de la República cuyo monto (70/o, 50/o ó 30/o de la obligación refinanciada) dependerá de la tasa de interés pactada en la refinanciación. Entre más baja sea la tasa de interés mayor será el préstamo especial.

Las obligaciones a cargo de empresas o entidades de carácter oficial sólo podrán ser refinanciadas (y no capitalizadas) y en este caso, los prés-

tamos especiales serán superiores, en 3 puntos, a los porcentajes señalados para la refinanciación de deudas del sector privado. Igualmente, los intermediarios deberán capitalizarse en un monto equivalente al préstamo especial y destinar el rendimiento que obtengan de él a constituir una provisión para proteger sus activos de riesgo.

Si los bancos capitalizaran los \$64.000 millones de deudas de dudoso recaudo con garantía real y personal, en moneda legal, que tenían en junio del año en curso, y refinanciaran los \$5.200 millones de deudas oficiales con más de un año de vencidas en moneda legal, de tal modo que recibieran el préstamo especial más alto (10% de la deuda oficial refinanciada), el monto máximo de emisión (préstamos especiales) ascendería a \$13.320 millones. Moviéndonos en el campo de lo hipotético, la emisión podría ser aún mayor debido a que las resoluciones comentadas no limitan el tipo de obligaciones en moneda legal susceptibles de ser restructuradas. Así, por ejemplo, la cartera vencida y los intereses causados y no recibidos podrían restructurarse a la luz de estas disposiciones. Además, el cálculo anterior no considera la restructuración de las deudas con corporaciones financieras y compañías de financiamiento comercial.

Sin embargo, estos cálculos de expansión monetaria no pasan de ser una simple especulación matemática. Existen grandes problemas que obstaculizan la capitalización de las obligaciones. Uno de ellos es de carácter legal, puesto que la Ley 45 de 1923 prohíbe a los bancos tener inversiones en otros sectores, excepto

cuando han sido recibidos en pago y por un plazo máximo de dos años (o hasta cuatro años con la autorización de la Superbancaria). En razón de que todos los acuerdos deben perfeccionarse antes del 30 de abril de 1986, es claro que antes de 2 años saldría al mercado un importante volumen de acciones. Además de los inconvenientes relacionados con la rápida venta de las acciones, subsisten aquellos conectados con el precio de la acción al que debe convertirse la deuda en capital accionario, o si se debe utilizar el valor económico de las empresas o el valor intrínseco de las acciones. También habría que analizar si durante el tiempo que los establecimientos de crédito pueden mantener la inversión en acciones es posible la recuperación financiera de la empresa, lo cual podría asegurar la obtención de un rendimiento sobre el capital comprometido. Por último, existe incertidumbre sobre si las capitalizaciones clasificarían como inversiones voluntarias, en cuyo caso tendrían que cumplir con la obligación de suscribir títulos del Fondo Financiero Agropecuario.

Bajo estas circunstancias, es muy probable que los intermediarios escojan preferencialmente la opción de refinanciación de las acreencias en vez de su capitalización. Los préstamos especiales serían menores, al igual que los compromisos adquiridos de capitalización (por parte del intermediario financiero) en un monto equivalente al préstamo del Banco Central. Por consiguiente, es claro que, en cualquier caso, las nuevas medidas no implicarán una expansión monetaria de consideración, y que posiblemente ésta se daría gradualmente en el tiempo.

El mecanismo creado por las Resoluciones 52 y 58/85 operaría gracias al ablandamiento de las condiciones financieras a que deben llevar los acuerdos de refinanciación y al efecto liquidez generado por la expansión monetaria proveniente de los préstamos especiales del Banco de la República. Como analizamos anteriormente, el campo de acción de la autoridad monetaria está limitado a actuar sobre este par de variables (tasa de interés real y liquidez). Sin embargo, debido a que las operaciones ordinarias de crédito de los intermediarios se siguen pactando a tasas de interés reales demasiado altas, habría que preguntarse si la intervención indirecta sobre las tasas de interés de las obligaciones refinanciadas será suficiente para disminuir el deterioro de los activos financieros.

VI. OPERACIONES BANCARIAS EN MONEDA EXTRANJERA

A. Operaciones pasivas

Las financiaciones de los corresponsales extranjeros, los depósitos especiales del Banco de la República y la posición propia son las tres principales fuentes de recursos que le permiten a los bancos financiar sus operaciones en moneda extranjera. Estas fuentes de financiación han venido disminuyendo continuamente desde el primer semestre de 1983 hasta mayo del año en curso cuando se ubicaron en US\$1.575 millones. De este monto, US\$1.411 millones corresponden a la deuda externa de los bancos, es decir, a sus pasivos con los corresponsales extranjeros, US\$61 millones a depósitos voluntarios mantenidos por el Banco de la República en los bancos comerciales

y US\$103 millones a posición propia. (Cuadro V-9).

Las financiaciones de los corresponsales incluyen, básicamente, los sobregiros y los préstamos concedidos por éstos a los bancos comerciales colombianos. Las financiaciones rara vez se extienden más allá de 180 días, de modo que la deuda externa de los bancos es esencialmente de corto plazo. A pesar de que estas financiaciones han venido disminuyendo desde junio del año pasado, se ha venido produciendo un cambio favorable en la estructura de plazos de la misma; mientras que en 1982 el 48% de la deuda externa de los bancos era exigible antes de 30 días, en mayo del año en curso este porcentaje había disminuido al 36%.

En general, los corresponsales han endurecido las condiciones crediticias a los bancos comerciales, no sólo a través de menores financiaciones sino también a través del control sobre el destino de estos recursos. Los llamados "avances limpios", en donde los bancos corresponsales no se preocupaban por el tipo de operaciones que estaban financiando, se han terminado; en la actualidad, los bancos en el exterior otorgan financiación solamente a operaciones específicas.

Parte de la explicación de la disminución en las financiaciones también puede encontrarse en una menor demanda de crédito ocasionada por el régimen imperante de control de importaciones y por la utilización de líneas directas de crédito que no pasan por el sistema bancario. Los plazos mínimos de giro para el pago de importaciones obligan a los importadores a conseguir financiación, lo cual

CUADRO V-9

PRINCIPALES FUENTES DE FINANCIACION DE LAS OPERACIONES BANCARIAS EN MONEDA EXTRANJERA¹
(Millones de US\$ corrientes)

	1982 Junio	1983 Junio	1984 Junio	1984 Diciembre	1985 Marzo	1985 Marzo ²	1985 Mayo ²
Corresponsales extranjeros (sobregiros)	152.4	106.1	115.1	95.2	92.0	87.1	92.1
Aceptaciones	38.2	34.1	41.3	43.4	48.9	48.9	57.6
Financiación por aceptaciones y/o avances	916.7	1.407.0	1.467.0	1.316.7	1.300.9	1.293.4	1.261.3
I. Total deuda externa bancaria	1.107.3	1.547.2	1.623.4	1.455.3	1.441.8	1.429.4	1.411.0
II. Depósitos especiales - Bco. República	219.1	177.5	79.8	70.1	67.6	62.1	60.9
III. Posición propia	125.9	131.3	115.5	119.1	108.8	106.3	103.3
Total fuentes de financiación (I+II+III)	1.452.3	1.856.0	1.818.7	1.644.5	1.618.2	1.597.8	1.575.2

Fuente: Balances de los bancos.

¹ La información se refiere únicamente a los bancos comerciales (se incluye Banco Nacional a menos que se diga lo contrario); no se incluye ni Caja Agraria ni corporaciones financieras.

² No incluye Banco Nacional.

resulta preferible mediante las líneas directas o de proveedores para evitarse el pago de las comisiones que cobran los bancos nacionales, que son realmente elevadas (entre 5 y 7 puntos por encima de la tasa "prime" o Libor).

Los recursos provenientes de los depósitos especiales del Banco de la República también han disminuido sensiblemente. El Banco Central colocaba estos depósitos, sin interés, en los bancos comerciales en proporción al volumen de posición propia que mantenían. La autoridad monetaria estaba interesada en el pasado en estimular la compra de divisas por parte de los bancos en razón de los efectos contraccionistas de estas operaciones. Sin embargo, en esta época de limitación de cambios internacionales el Banco de la República ha solicitado la devolución gradual de estos depósitos. Así por ejemplo, mientras en junio de 1982 mantenía depósitos por US\$219 millones, en mayo del presente año ya habían disminuido a US\$61 millones.

La disminución de la posición propia se explica a su turno, por la disminución de todos los pasivos en moneda extranjera. Como se recordará, los bancos no pueden mantener posición propia en exceso del 50% de sus pasivos en M/E, de modo que al caer las financiaciones de los corresponsales, los excesos de posición propia que tengan algunas instituciones deben ser vendidos al Banco de la República. De otra parte, ha habido disminuciones en la posición propia cuando la Superbancaria ha autorizado castigos en los balances para cancelar operaciones que por una u otra razón no han producido el ingreso de divisas correspondiente.

B. Operaciones activas

La reducción del total de fuentes de financiación se ha traducido en una disminución del volumen de las operaciones activas en moneda extranjera del sistema bancario; sin embargo, los cambios más importantes se han manifestado en la composición de estas operaciones: los préstamos en M/E pasaron de representar el 820% de valor de las principales operaciones activas en junio de 1982 al 49.00% en mayo de 1985.

El rubro de deudores varios que registra las financiaciones a los importadores y algunas operaciones de crédito con los exportadores ha registrado una drástica disminución en términos absolutos en el breve lapso de dos años, al pasar de US\$1.445 millones en junio de 1983 a US\$762 millones en mayo de 1985. Estos cambios están asociados claramente a la evolución de las importaciones, al aumento ostensible del costo de estas financiaciones como consecuencia del alto ritmo de devaluación y a las restricciones de financiación. Por otra parte, un importante volumen de recursos no se ha destinado a préstamos sino que se ha mantenido como disponibilidades inmediatas en el exterior. Sin embargo, esta no es una práctica generalizada en todos los bancos, ya que tales depósitos están concentrados en unas pocas instituciones, en donde sobresale el Banco de Colombia, que mantenía en el Banco de Colombia de Panamá US\$238 millones de los US\$447 registrados como disponibilidad líquida en el exterior. Para el Banco de Colombia estos activos no representan, en sentido estricto, un depósito en su filial panameña sino el reconocimiento de esta última de las deudas

CUADRO V-10

PRINCIPALES OPERACIONES ACTIVAS EN MONEDA EXTRANJERA DEL SISTEMA BANCARIO¹

(Millones de US\$ corrientes)

	1982 Junio	1983 Junio	1984 Junio	1985 Diciembre	1985 Marzo	1985 Marzo ²	1985 Mayo ²
I. Corresponsales extranjeros (Disponibilidades inmediatas)	205.4	296.7	453.0	414.5	472.9	467.8	477.6
II. Deudores varios	1.191.8	1.445.5	1.060.3	902.4	811.0	805.4	762.4
III. Deudas de dudoso recaudo	51.3	79.4	297.9	305.9	318.2	307.4	311.7
Con garantía real	31.0	47.1	75.3	80.9	81.7	79.3	81.5
Con garantía personal	13.2	20.2	52.3	60.6	62.2	53.8	53.9
Deudas oficiales	7.1	12.1	166.0	160.5	172.0	172.0	173.6
Circular Superbancaria 59/84	—	—	4.3	3.9	2.3	2.3	2.7
Total operaciones activas	1.448.5	1.821.6	1.811.2	1.622.8	1.602.1	1.580.6	1.551.7

Fuente: Balances de los bancos.

¹ La información se refiere únicamente a los bancos comerciales (se incluye Banco Nacional a menos que se diga lo contrario); no se incluyen las operaciones activas en M/E de la Caja Agraria y de las corporaciones financieras.

² No incluye Banco Nacional.

que tiene con su matriz colombiana, en vista de que el Banco de Colombia ha venido asumiendo, desde comienzos de 1983, el pago de pasivos de su filial con los corresponsales extranjeros.

Finalmente, y al igual que las operaciones en moneda nacional, los activos de riesgo en moneda extranjera también han registrado un rápido deterioro en los últimos años; las deudas de dudoso recaudo en moneda extranjera sumaban US\$311.7 millones en mayo del presente año y representaban cerca del 41% de los activos productivos pactados en dicha moneda.

De los US\$311.7 en dudoso recaudo, US\$173.6 (56%) millones corresponden a deudas oficiales y de este monto la mayor parte son deudas del IDEMA. También en este caso, las deudas están concentradas en unas pocas instituciones bancarias. En particular, el IDEMA tiene deudas con el Banco de Colombia que se han venido renovando durante varios años y que en la actualidad ascienden a US\$167.5 millones. En el futuro próximo desaparecerá el efecto negativo de estas deudas sobre el balance de ese banco, cuando el gobierno asuma su pago con los recursos de préstamos externos.